



ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΤΟΥ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Η ΠΟΣΟΤΙΚΗ ΧΑΛΑΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΚΤ ΚΑΙ ΟΙ ΠΙΘΑΝΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Του

ΒΑΣΙΛΟΥ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Στέφανος Παπαδάμου

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος

Στην

Εφαρμοσμένη Οικονομική

ΜΑΙΟΣ 2021

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	3
Περίληψη.....	4
Κεφάλαιο 1: Προσδιοριστικά στοιχεία	5
1.1 Ορισμός ποσοτικής χαλάρωσης και κεντρική τράπεζας.	5
1.1.1 Ορισμός ποσοτικής χαλάρωσης	6
1.2 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα	7
1.3 Η θεωρία της ποσοτικής χαλάρωσης και η κριτική της.	10
Κεφάλαιο 2: Ποσοτική χαλάρωση και πρόσφατη οικονομική κρίση	18
2.1 Οι αντιδράσεις της ΕΚΤ στην οικονομική κρίση	18
2.2 Νομισματική πολιτική της ΕΚΤ	21
2.2.1 Τα Συμβατικά Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής ΕΚΤ.....	21
2.2.1.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς	21
2.2.1.2 Πάγιες διευκολύνσεις.....	22
2.2.1.3 Ελάχιστος Αποθεματικός Συντελεστής	22
2.2.2 Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ ως απάντηση στη κρίση.....	23
2.3 Η ποσοτική χαλάρωση το 2015	26
Κεφάλαιο 3: Ποσοτική χαλάρωση αποτίμηση για Ευρωζώνη και Ελλάδα	31
3.1 Σκοπός και λογική του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης	31
3.2 Εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του προγράμματος.....	34
3.3 Οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας μετά την ποσοτική χαλάρωση του 2015	44
Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα	47
Βιβλιογραφία.....	50

Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία ολοκληρώθηκε στα πλαίσια των απαιτήσεων του μεταπτυχιακού προγράμματος εφαρμοσμένη οικονομική για το τμήμα οικονομικών επιστημών. Το ζήτημα που προσπαθεί να προσεγγίσει, είναι η απόφαση της ποσοτικής χαλάρωσης την οποία πείρε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) στα μέσα του 2015, σε μια προσπάθεια μετριασμού των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης που είχε ξεσπάσει το 2008. Η προσπάθεια αυτή γίνεται σε συνδυασμό με τον προσδιορισμό των επιπτώσεων που επέφερε στην χώρας μας η απόφαση της ΕΚΤ. Η εργασία αποτελείται από τρία μέρη.

Στο πρώτο προσδιορίζεται ο ορισμός της ποσοτικής χαλάρωσης και του ρόλου που έχει η κεντρική τράπεζα στο οικονομικό σχεδιασμό και τη διαμόρφωση ενός οικονομικού συστήματος. Ακόμα σε αυτή την ενότητα αναλύεται ο ρόλος που έχει ανατεθεί στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μέσα στο ευρωσύστημα έτσι όπως έχει καθοριστεί από τα μέλη που αποτελούν τις χώρες του ευρώ. Και η ενότητα ολοκληρώνεται με την ανάλυση της θεωρία της ποσοτικής χαλάρωσης την σχετική και κριτική που έχει δεχτεί.

Στην επομένη δεύτερη ενότητα προσδιορίζονται τα χαρακτηριστικά της ποσοτικής χαλάρωσης στην πρόσφατη οικονομική κρίση. Ακολούθως, προσδιορίζονται οι αντιδράσεις της ΕΚΤ στην οικονομική κρίση. Επίσης αναλύεται η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και τα Συμβατικά Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής που υπάρχουν και η ενότητα ολοκληρώνεται με την ανάλυση και παρουσίαση των χαρακτηριστικών της ποσοτικής χαλάρωσης το 2015.

Στην τελευταία τρίτη ενότητα γίνεται ανάλυση του σκεπτικού και των σκοπών που τέθηκε μέσω του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, που οργανώθηκε το 2015 σε σχέση με την ευρωπαϊκή οικονομία. Οι εκτιμήσεις και οι προσδοκίες σε ότι έχει να κάνει με το σχεδιασμό του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης και των αποτελεσμάτων που επεδίωκε να επιφέρει στην ευρωπαϊκή οικονομία. Και η ενότητα ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας μετά την ποσοτική χαλάρωση του 2015.

Περίληψη

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) στα μέσα του 2015, σε μια προσπάθεια αντιμετώπισης των επιπτώσεων της οικονομικής κρίσης του 2008, έπειτα από σχεδόν επτά χρόνια αποφάσισε να χρησιμοποιήσει το «όπλο» της ποσοτικής χαλάρωσης για την αντιμετώπιση της. Η μεγαλύτερη πίεση που ώθησε την ΕΚΤ να καταφύγει σε αυτό το μέσο ήταν κυρίως ο χαμηλός πληθωρισμός που μάστιζε την ευρωπαϊκή οικονομία εκείνο το χρονικό διάστημα.

Για την χώρα μας, με το χρέος της να καταγραφεί συνεχώς νέα ρεκόρ ήταν μια από τις χειρότερες στιγμές της σύγχρονης ιστορίας της, η παροχή ρευστότητας από την ΕΚΤ είχε παγώσει, στα πλαίσια της μη ύπαρξης συμφωνίας ανάμεσα στους θεσμούς και την ελληνική κυβέρνηση και η ένταξη της στην ποσοτική χαλάρωση ήταν αμφίβολη. Η ένταξη της στο πρόγραμμα, μεταγενέστερα, σαφώς και είχε επιπτώσεις στην οικονομία της και στα πλαίσια της εργασίας αυτής αυτό προσπαθήσαμε να προσεγγίσουμε και να μελετήσουμε.

Κεφάλαιο 1: Προσδιοριστικά στοιχεία

1.1 Ορισμός ποσοτικής χαλάρωσης και κεντρική τράπεζας.

Η πρόσφατη οικονομική κρίσης είχε σημαντική επίδραση στην πολιτική των κεντρικών τραπεζών και αυτό διότι με την εμφάνιση σημαντικών υφέσεων ή οικονομικής κρίσης, τα συμβατικά νομισματικά εργαλεία δεν δείχνουν να είναι τόσο υπεραστικά στην αγορά και στην οικονομία και συνολικότερα. Απόρροια αυτού είναι ότι τα ονομαστικά επιτόκια είναι σχεδόν μηδενικά και οι απαιτήσεις τραπεζικών αποθεματικών δεν έχουν τη δυνατότητα να πάνε χαμηλότερα. Ακόμα, σε περιπτώσεις που τα επιτόκια τείνουν προς το μηδέν, η οικονομία είναι πιθανόν να εισέρθει στην παγίδα της ρευστότητας. Η πρόκληση έκανε την εμφάνισή της μετά την πτώχευση της Lehman Brothers, καθώς οι κεντρικές τράπεζες προηγμένων οικονομιών αντιμετώπισαν το μηδενικό όριο των ονομαστικών επιτοκίων. Η αντίδραση σε αυτή την κατάσταση, από τις κεντρικές τράπεζες ήταν να ανταποκριθούν στην χρηματοπιστωτική κρίση που πρόεκυψε από αυτή το γεγονός με μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής. Οι μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές διακρίνονται πια ως φυσιολογικές αντιδράσεις συνολικότερα στις ανεπτυγμένες μεγάλες οικονομίες. Η χρησιμοποίηση από τις κεντρικές τράπεζες, μη συμβατικών πολιτικών, ήταν αναμενόμενο να παράξουν νέους συστημένους κινδύνους και προέρχονταν από την παρατεταμένη καταστολή των χρηματοπιστωτικών αγορών μέσω της συγκράτησης της μεταβλητότητας των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, τον περιορισμό των περιθωρίων για περαιτέρω νομισματικά κίνητρα σε μελλοντικές κρίσεις και ευαισθησία των οικονομιών από το «φθηνό χρήμα».

Η παγκοσμία οικονομική ιστορία έχει να παρουσιάσει ένα σύνολο μεταβολών και κατηγορίες μη συμβατικών πολιτικών. Οι περισσότεροι ερευνητές, ανάμεσα στους οποίους και οι Bernanke & Reinhart , καθώς και οι Haltom & Wolman, αναφέρονται σε τρεις κατηγορίες μη συμβατικών μέτρων. Η πρώτη κατηγορία αφορά στην μεταβολή του μεγέθους του ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας (ΚΤ), η δεύτερη στην αλλαγή της σύστασης του ισολογισμού της ΚΤ, ενώ η τρίτη στην παροχή μελλοντικής καθοδήγησης για την πιθανή πορεία της Νομισματικής Πολιτικής. (Bernanke & Reinhart 2004) (Wolman & Renee 2012).

Το βασικό στοιχείο των μη συμβατικών νομισματικών πολιτικών είναι ότι οι ΚΤ πραγματοποιούν ενεργητική διαχείριση των ισολογισμών τους με σκοπό να επιδράσουν στις τιμές και στις συνθήκες της αγοράς πέρα από το επίπεδο των επιτοκίων. Παρόμοια με τους στόχους των συμβατικών μέτρων Νομισματικής Πολιτικής, τα μη συμβατικά μέτρα εστιάζουν στη διατήρηση της σταθερότητας του επιπέδου των τιμών, την αποφυγή της κατάρρευσης του χρηματοοικονομικού συστήματος και το περιορισμό της οικονομικής ύφεσης. Επομένως, τα μη συμβατικά μέτρα υποστηρίζουν τους βασικούς στόχους της Νομισματικής Πολιτικής της ΚΤ. Η χρησιμοποίηση τους γίνεται σε καταστάσεις όπου υπάρχουν τριβές, διαταραχές, αποτυχίες ή περιορισμοί στις αγορές. Σύμφωνα με τον Kristof Lehman, τα μη συμβατικά μέτρα υποκαθιστούν τα συμβατικά όταν τα τελευταία δεν διακρίνονται για την αποτελεσματικότητά τους και τα συμπληρώνουν αποκαθιστώντας το μηχανισμό μετάδοσης της Νομισματικής Πολιτικής (Lehmann, 2012).

1.1.1 Ορισμός ποσοτικής χαλάρωσης

Ως ποσοτική χαλάρωση (Quantitative Easing - QE) ορίζεται η διαδικασία μέσω της οποίας ασκείται νομισματική πολιτική στην οποία η εκάστοτε ΚΤ αποφασίζει να πραγματοποιήσει αγορά κρατικών χρεογράφων ή περιουσιακών στοιχείων από τη δευτερογενή αγορά συνδυαστικά με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με στόχο την τόνωση της οικονομία σε περιόδους όπου η παραδοσιακή νομισματική πολιτική δεν αποδίδει τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Με την ενεργεία αυτή της να αγοράσει χρεόγραφα η ΚΤ προκαλεί άνοδο των τιμών τους και μείωση της απόδοσης (επιτοκίων) τους, ενώ παράλληλα αυξάνεται η προσφορά χρήματος στην οικονομία.

Η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης συμβάλει επίσης στην αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων των εμπορικών τραπεζών, οι οποίες έν' συνεχεία θα τα δανείσουν με σκοπό τη διενέργεια επενδύσεων στην αγορά νέων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, προκαλώντας αύξηση των επιπέδων δανεισμού και της ρευστότητας.

Για να υλοποιηθεί η προαναφερθείσα αλληλουχία είναι αναγκαίο:

- Οι εμπορικές τράπεζες να διαθέσουν τα πλεονάζοντα κεφάλαια στην αγορά αλλιώς η ποσοτική χαλάρωση θα καταλήξει να είναι αναποτελεσματική.
- Η ΚΤ να έχει υπό τον έλεγχο της το νομίσμα της χώρας, άρα για τις ΗΠΑ υπεύθυνη για την επιβολή Ποσοτικής Χαλάρωσης είναι η FED και για την Ευρωζώνη η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).¹

Η ποσοτική χαλάρωση (QE, quantitative easing), όπως αναφέρει Claeys et.al., (2015) αποτελεί μια μη συμβατική νομισματική πολιτική στην οποία μια κεντρική τράπεζα προσφεύγει στην αγορά δημόσιων και ιδιωτικών τίτλων από την αγορά για τον περιορισμό των επιτοκίων και την αύξηση της προσφορά χρήματος με αποτέλεσμα την αύξηση των ονομαστικών δαπανών. Το QE μπορεί να προσδιοριστεί ως αγορά ομολόγων και άλλων χρεογράφων από κεντρικές τράπεζες με τα χρήματα που δημιουργήθηκαν πρόσφατα. Δεν είναι μόνο η «εκτύπωση χρήματος» αλλά η ανταλλαγή μεταξύ κεντρικών τράπεζων και άλλους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως για παράδειγμα είναι οι θεσμικοί επενδυτές. Ο επιδιωκόμενος σκοπός της QE είναι να ενδυναμώσει την οικονομία μιας χώρας αντικαθιστώντας τα περιουσιακά στοιχεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως για παράδειγμα, το δημόσιο χρέος, εταιρικά ομόλογα και ενυπόθηκα χρεόγραφα με μετρητά που «κοπήκαν» στο πλαίσιο της διαδικασίας (Claeys et.al., 2015).

1.2 Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) αποτελεί την κεντρική τράπεζα των 19 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης οι οποίες έχουν ως κοινό τους νόμισμα το ευρώ. Είναι υπεύθυνη για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ και ακολούθως για την διαφύλαξη της αγοραστικής δύναμης του κοινού νομίσματος.

Στις αρμοδιότητες της ΕΚΤ εντάσσεται η δυνατότητα να:

- Καθορίζει τις κατευθυντήριες γραμμές και παίρνει τις αποφάσεις εκείνες για την υλοποίηση των καθηκόντων που είναι υπεύθυνη η ΕΚΤ και στο Ευρωσύστημα.
- Διαμορφώνει την νομισματική πολιτική για τη ζώνη του ευρώ. Το καθήκον αυτό εμπεριέχει ευθύνες όπως η λήψη αποφάσεων σε σχέση με τους στόχους της νομισματικής πολιτικής, τα βασικά επιτόκια, την προσφορά διαθεσίμων

¹ (<https://www.euretirio.com/posotiki-xalarosi-quantitative-easing/>)

στο Ευρωσύστημα, καθώς και τη θέσπιση κατευθυντήριων γραμμών για την εφαρμογή των αποφάσεων αυτών.

- Σε σχέση με τις κακουργίες αρμοδιότητες της ΕΚΤ στον τομέα της τραπεζικής εποπτείας, λαμβάνει αποφάσεις σε σχέση με το γενικό πλαίσιο εντός του οποίου λαμβάνονται οι εποπτικές αποφάσεις και εγκρίνει πλήρη σχέδια αποφάσεων που προτείνει το Εποπτικό Συμβούλιο βάσει της διαδικασίας μη διατύπωσης αντίρρησης.

Σε ότι αφορά τις συνεδριάσεις για την νομισματική πολιτική και άλλα ζητήματα και για τις λήψεις αποφάσεων η πρακτική είναι η ακόλουθη. Το Διοικητικό Συμβούλιο συνέρχεται σχεδόν κάθε 15 μέρες στην έδρα της ΕΚΤ, στη Φρανκφούρτη της Γερμανίας. Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι αρμόδιο για την αξιολόγηση των οικονομικών και νομισματικών γεγονότων και λαμβάνει τις αποφάσεις του για τη νομισματική πολιτική κάθε ενάμιση μήνα. Στις υπόλοιπες συνεδριάσεις του γίνονται συζητήσεις κυρίως για ζητήματα που σχετίζονται με άλλα καθήκοντα και αρμοδιότητες της ΕΚΤ και του Ευρωσυστήματος. Με στόχο να διασφαλιστεί ότι τα καθήκοντα νομισματικής πολιτικής και τα άλλα καθήκοντα της ΕΚΤ είναι ξεχωριστά από τα καθήκοντα εποπτείας, το Διοικητικό Συμβούλιο πραγματοποιεί ξεχωριστές συνεδριάσεις. Η απόφαση για τη νομισματική πολιτική εξηγείται διεξοδικά μέσα από συνέντευξης τύπου η οποίες δίδονται καθώς εξής εβδομάδες. Η πρόεδρος, με την συμβολή του αντιπρόεδρου, διευθύνει τη συνέντευξη Τύπου. Ακόμα, η ΕΚΤ δημοσιεύει τακτικές αναφορές σε σχέση με τις συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου για τη νομισματική πολιτική, οι οποίες είναι διαθέσιμες πριν από την ημερομηνία διεξαγωγής της επόμενης συνεδρίασης.

(<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.el.html>)

Τα καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ) και του Ευρωσυστήματος περιγράφονται από τη Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και προσδιορίζονται στο Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Το καταστατικό είναι πρωτόκολλο προσαρτημένο στη Συνθήκη. Η οποία σε σχέση με την λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναφέρεται γενικώς στο ΕΣΚΤ και όχι στο Ευρωσύστημα, καθώς το κείμενο αυτό διαμορφώθηκε βάσει του συλλογισμού ότι όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ θα ενταχθούν στο Ευρωσύστημα. Το Ευρωσύστημα

αποτελείται από την ΕΚΤ και τις εθνικές κεντρικές τράπεζες (ΕθνΚΤ) των κρατών μελών της ΕΕ που έχουν ως νόμισμα το ευρώ, ενώ το ΕΣΚΤ αποτελείται από την ΕΚΤ και τις ΕθνΚΤ όλων των κρατών μελών (άρθρο 282 παράγραφος 1 της Συνθήκης). Όσο υπάρχουν κράτη μέλη της ΕΕ τα οποία δεν έχουν ως νόμισμα το ευρώ, είναι αναγκαία η διάκριση μεταξύ του Ευρωσυστήματος και του ΕΣΚΤ.

Οι στόχοι του υποσυστήματος περιγράφονται στο άρθρο 127 παράγραφος 1 της Συνθήκης που ορίζει τον πρωταρχικό στόχο του Ευρωσυστήματος ως ακολούθως:

"Πρωταρχικός στόχος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών [...] είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών". Αλλά και η: "η επιφύλαξη του στόχου της σταθερότητας των τιμών, το ΕΣΚΤ στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Ένωση, προκειμένου να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων της Ένωσης, που ορίζονται στο άρθρο 3 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση."

Η Ευρωπαϊκή Ένωση διακρίνεται από αρκετούς και διαφόρους στόχους (άρθρο 3 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση), οι οποίοι εμπεριέχουν την αειφόρο ανάπτυξη της Ευρώπης με γνώμονα την ισόρροπη οικονομική ανάπτυξη και τη σταθερότητα των τιμών, καθώς και την άκρως ανταγωνιστική κοινωνική οικονομία της αγοράς, με σκοπό την πλήρη απασχόληση και την κοινωνική πρόοδο. Αποτέλεσμα αυτού η σταθερότητα των τιμών δεν αποτελεί μόνο πρωταρχικό στόχο της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, αλλά και στόχο συνολικότερα της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι, η Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση περιγράφουν σαφώς ιεραρχημένους σκοπούς για το Ευρωσύστημα, προσδιορίζοντας με σαφήνεια ότι η σταθερότητα των τιμών είναι η σημαντικότερη συμβολή της νομισματικής πολιτικής στην επίτευξη ευνοϊκού οικονομικού περιβάλλοντος και υψηλού επιπέδου απασχόλησης.

Στα κεντρικά καθήκοντα είναι με βάση το άρθρο 127 παράγραφος 2 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα βασικά καθήκοντα του Ευρωσυστήματος είναι:

- Η χάραξη και η εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής στις χώρες του ευρώ,
- Η πραγματοποίηση πράξεων συναλλάγματος,
- Η κατοχή και η διαχείριση των επίσημων συναλλαγματικών διαθεσίμων των χωρών της ζώνης του ευρώ δηλαδή η διαχείριση χαρτοφυλακίων,

- Η προαγωγή της ομαλής λειτουργίας των συστημάτων πληρωμών.

Ακόμα, σύμφωνα με το άρθρο 127 παράγραφος 6 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης και με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1024/2013 του Συμβουλίου (ο «κανονισμός για τον ΕΕΜ»), η ΕΚΤ έχει την αρμοδιότητα για συγκεκριμένα καθήκοντα που αφορούν την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία είναι εγκατεστημένα σε συμμετέχοντα κράτη μέλη. Εκτελεί τα καθήκοντα αυτά στο πλαίσιο Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού αποτελούμενου από την ΕΚΤ και τις αρμόδιες εθνικές αρχές και τέλος υπάρχει δικτυακός τόπος σχετικά με την τραπεζική εποπτεία.

Ορισμένα ακόμα καθήκοντα της ΕΚΤ είναι:

- Τραπεζογραμμάτια: η ΕΚΤ έχει μοναδικά και αποκλειστικά το δικαίωμα να εγκρίνει την έκδοση τραπεζογραμμάτων εντός της ζώνης του ευρώ.
- Στατιστικά στοιχεία: σε συνεργασία με τις ΕθνΚΤ, η ΕΚΤ συγκεντρώνει στατικά στοιχεία πληροφορίες που είναι υποχρεωτικά για την υλοποίηση των δραστηριοτήτων και των καθηκόντων του ΕΣΚΤ, είτε από τις εθνικές αρχές είτε απευθείας από οικονομικούς φορείς.
- Χρηματοπιστωτική σταθερότητα και εποπτεία: το Ευρωσύστημα συντελεί στην ομαλή άσκηση πολιτικών που προάγουν οι αρμόδιες αρχές σχετικά με την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Συνεργασία σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο: η ΕΚΤ συντηρεί σχέσεις συνεργασίας με αντίστοιχα όργανα, οργανισμούς και φορείς μέσα στην ΕΕ, αλλά και διεθνώς, σε σχέση με τα καθήκοντα που τις έχουν ανατεθεί στο Ευρωσύστημα.^{2,3}

1.3 Η θεωρία της ποσοτικής χαλάρωσης και η κριτική της.

Σε σχέση με τα μη συμβατικά μέτρα νομισματικής πολιτικής που πάρθηκαν από τις κεντρικές τράπεζες ως αντίδοτο στην οικονομική κρίση του 2008, υπάρχει

² (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html>)

³ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html>

ένας σημαντικός αριθμός μελετητών που υποστηρίζει ότι τα αποτελέσματα της κρίσης θα ήταν πολύ μεγαλύτερα αν δεν είχαν ληφθεί τα συγκεκριμένα μέτρα. Μια πιθανή εξήγηση της επικρατούσαν άποψης για την εν' λόγω συναίνεση που υπήρξε σχετικά με τις θετικές επιπτώσεις αυτών των μέτρων πολιτικής ίσως προκύπτει από το γεγονός ότι είναι πιθανόν να ισχυριστεί κάποιος ότι προέρχονται από την θεωρία του Milton Friedman αλλά και του John Maynard Keynes. Ο Ben Bernanke (2002) αναφερόμενος προς τον Milton Friedman, είπε ότι αν και η Fed υιοθέτησε λανθασμένες πολιτικές την περίοδο της Μεγάλης Ύφεσης, με την αποτυχία της να αυξήσει την προσφορά χρήματος, ο ίδιος θα διασφάλιζε ότι η Fed δεν θα κάνει ανάλογο λάθος.

Η πολιτική των μηδενικών επιτοκίων και η ποσοτική χαλάρωση είναι εύκολο να προσδιοριστούν ως η εκπλήρωση της υπόσχεσης του Bernanke να λάβει σοβαρά υπόψη τις συμβουλές του Friedman όταν, ως πρόεδρος της Fed, βρέθηκε να αντιμέτωπος με την κατάρρευση της οικονομίας το 2008. Παρόλα αυτά, στο προτελευταίο κεφάλαιο του βιβλίου του Keynes η «Πραγματεία περί χρήματος» υπάρχουν προτάσεις για τη νομισματικής πολιτικής και την αντιμετώπιση της Μεγάλης Ύφεσης, που είναι ανάλογες με αυτές στις οποίες έγιναν χρήση στην Ιαπωνία τη δεκαετία του 1990 τις οποίες ακλουθούσε και στην οικονομική κρίση του 2008 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Kregel 2013).

Ο Keynes επέμενε στην λήψη «έκτακτων» μέτρων από τις κεντρικές τράπεζες με σκοπό τη διενέργεια «πράξεων ανοικτής αγοράς έως του σημείου κορεσμού» (Keynes 1930a, 369), μια συμβουλή που υποστήριζε για τα δύο χρόνια, αλλά με χαμηλότερη αξιοπιστία έως ότου επανεξετάζε συνολικότερα αυτή του την θέση, στη Γενική Θεωρία.

Οι προτάσεις του Keynes ήταν σαφέστερες από τις τρέχουσες αντισυμβατικές πολιτικές, υποστηρίζοντας μια πολιτική μηδενικού βραχυπρόθεσμου επιτοκίου και πολιτικές ανοικτής αγοράς για εμπορεύσιμους τίτλους μεγαλύτερης ωρίμανσης. Οι ενδιαμέσοι στόχοι της πολιτικής του Keynes και του Bernanke θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως ίδιες: για τον Keynes, ο στόχος ήταν να προκύψει αυξημένη χρηματοδότηση για επενδύσεις ενώ για τον Bernanke ήταν μεγαλύτερες ποσότητες δανεισμού για την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Η πολιτική αυτή φαίνεται να ήταν μια ξεκάθαρη αποτυχία και για τους δυο. Αντί να παράγει αύξηση της

προσφοράς χρήματος, η σύγχρονη πολιτική έχει απλώς οδηγήσει σε μια ανταλλαγή των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών για υποχρεώσεις της κεντρικής τράπεζας. Και παρόλο που οι συγκεκριμένες πολιτικές έχουν καταφέρει να περιορίσουν μακροπρόθεσμα επιτόκια κάτω από τα κανονικά επίπεδα, δεν επέφεραν μια σημαντική αισθητή αύξηση του δανειστού ώστε να χρηματοδοτηθούν επενδυτικές δαπάνες, που ήταν και ο στόχος που είχε θέση ο Keynes. Έτσι, από την μονεταριστική σκοπιά, η συγκεκριμένη πολιτική δεν μπόρεσε να αυξήσει την προσφορά χρήματος, παρά την υπόσχεση του Bernanke, ενώ για τον Keynes δεν μπόρεσε να προκαλέσει αύξηση των επενδύσεων, παρά το γεγονός ότι είχε επίδραση στα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Η αποτυχία αυτή σχετίζεται σε πολλές περιπτώσεις με τους περιορισμούς της συμβατικής νομισματικής πολιτικής που παρήχθησαν από την παγίδα ρευστότητας του Keynes, όπως παρουσιάζεται στην οριζόντια καμπύλη LM των τυποποιημένων μοντέλων IS/LM. Στοιχείο που είναι παραπλανητικό για δύο βασικούς λόγους. Πρώτον, επειδή η έννοια της προτίμησης ρευστότητας και η σχετιζόμενη παγίδα ρευστότητας υλοποιήθηκε κατά τη διάρκεια της μετάβασης από την «Πραγματεία» στη «Γενική Θεωρία» και, ως εκ τούτου, δεν διαδραμάτισε κανένα ρόλο στις προτάσεις του Keynes το 1930 για αντισυμβατικές πολιτικές μηδενικών επιτοκίων και ποσοτικής χαλάρωσης. Δεύτερον, σημαντικότερο, επειδή η παρουσίαση της παγίδας ρευστότητας στα τυποποιημένα μοντέλα IS/LM δεν έχει τίποτα να κάνει με τις ιδέες του Keynes στη «Γενική Θεωρία» σχετικά με τους περιορισμούς που βάζει η παγίδα ρευστότητας στη νομισματική πολιτική. Η παγίδα ρευστότητας έρχεται στο προσκήνιο προκειμένου να εξηγήσει γιατί απέτυχε στην πράξη η πολιτική των μηδενικών επιτοκίων.

Στην πραγματικότητα, ωστόσο, η θεωρία της ζώνης μηδενικών επιτοκίων είναι αυτή που θα είχε τη δυνατότητα καλύτερης περιγραφής την εν λόγω αποτυχία και όχι η παγίδα ρευστότητας. Αναλυτικότερα, η θεωρία της ζώνης μηδενικών επιτοκίων αναφέρει ότι, για την επιτυχή λειτουργία της νομισματικής πολιτικής, πιθανόν να είναι αναγκαία μια πολιτική επιτοκίων μικρότερη από μηδέν. Αυτό με την σκέψη ότι η ανάκαμψη μπορεί να υλοποιηθεί μόνο εάν το ονομαστικό επιτόκιο είναι χαμηλότερο από το «πραγματικό» επιτόκιο. Αν το πραγματικό επιτόκιο είναι κάτω από το μηδέν, η ζώνη μηδενικών επιτοκίων είναι αυτή που στέκεται εμπόδιο στη νομισματική πολιτική από το να προκαλέσει επέκταση στη προσφορά χρήματος. Η θεωρία της ζώνης μηδενικών επιτοκίων προσφέρει ακόμα τη σύγχρονη αιτιολόγηση

για την μετάβαση προς μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές, με καλύτερη εκπροσώπηση την αγορά μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων με σκοπό την ώθηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων προς τα κάτω με την βοήθεια της ποσοτικής χαλάρωσης. Αν στο «παραδοσιακό» βραχυπρόθεσμο επιτόκιο που γίνεται χρήση ως εργαλείο πολιτικής υποστεί επιπτώσεις λόγω της ζώνης μηδενικών επιτοκίων, τότε είναι αναγκαίο να παρθούν και άλλα μέτρα, ειδικότερα, τα μέτρα που θα επιδράσουν στα μακροπρόθεσμα επιτόκια, τα οποία στις περισσότερες περιπτώσεις απορρίπτονται από την παραδοσιακή πολιτική λόγω του φόβου ότι η παρέμβαση θα προκαλέσει σημαντική αναταραχή στην κατανομή της αγοράς των μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Με τη μείωση του πλεονεκτήματος της απόδοσης των μακροπρόθεσμων τίτλων, οι επενδυτές θα αναζητήσουν υψηλότερες αποδόσεις, αναλαμβάνοντας παράλληλα μεγαλύτερο κίνδυνο, με τη μετατόπιση προς τις πραγματικές δαπάνες. Αλλά και πάλι, στην πράξη, ο αντίκτυπος της ποσοτικής χαλάρωσης ήταν κατά κύριο λόγο στον περιορισμό των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων, η οποία παρήγαγε μια έκρηξη αναχρηματοδότησης, καθώς και μια έκρηξη στην αξία ιδίων κεφαλαίων λόγω της αύξησης στην προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών κερδών των εταιρειών με μεγάλη ρευστότητα, γεγονός που συντέλεσε στη διαδικασία της συμμετοχής στην επαναγορά μετοχών. Οι αναδιανεμητικές επιπτώσεις της ποσοτικής χαλάρωσης είναι σημαντικό να είναι προφανείς, καθώς τα οφέλη προκύπτουν για όσους είναι απασχολούμενοι και συνεπείς με τις τρέχουσες πληρωμές υποθηκών, έτσι ώστε να πληρούν τις προϋποθέσεις για αναχρηματοδότηση και για όσους διέθεταν χαρτοφυλάκια μετοχών ή εταιρικών επενδύσεων (Hayek, 1933).

Αλλά όλα αυτά συνέβησαν χωρίς καμία αισθητή αύξηση στη προσφορά χρήματος ή των επενδύσεων και της απασχόλησης. Πράγματι, ο πολλαπλασιαστής χρήματος δεν έδειχνε να ήταν ενεργοποιημένος, περιορίζοντας έτσι την αξιοπιστία της πολιτικής που στηρίζεται στην μονεταριστική αντεπανάσταση του Friedman και σε μια σταθερή συνάρτηση ζήτησης χρήματος. Ο αντίκτυπος της πολιτικής στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων έχει δημιουργήσει ενστάσεις βάσει του επιχειρήματος ότι παράγει την επόμενη φούσκα και παράλληλα εκκλήσεις για δύο ριζικά αντίθετες πολιτικές: υψηλότερα επιτόκια για την αντιστάθμιση της αναμενόμενης ανάκαμψης του πολλαπλασιαστή χρήματος ή περαιτέρω περιορισμό των επιτοκίων κάτω από το μηδέν. Αυτές οι αντιφατικές απαντήσεις στην αποτυχία της πολιτικής των μηδενικών επιτοκίων και της ποσοτικής χαλάρωσης να συμβάλουν στην ανάκαμψη της

οικονομίας προκύπτουν επίσης κατά κύριο λόγο από τη μη δυνατότητα κατανόησης της θεωρίας προτίμησης ρευστότητας του Keynes. Όπως θα είναι γνωστό από την Γενική Θεωρία, μία από τις σημαντικές διαφορές ανάμεσα στην «Πραγματείας» και της «Γενικής Θεωρίας» ήταν ότι η τελευταία αποχωρίστηκε την έννοια του «πραγματικού» επιτοκίου ικανό να δημιουργήσει ισορροπία και την αντικατέστησε με δύο καινούργιες έννοιες: την προτίμηση ρευστότητας και την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου (Kahn, 1972).

Η παγίδα ρευστότητας υπό την έννοια της ακραίας ή πλήρους προτίμησης ρευστότητας μπόρεσε να δώσει εξηγήσεις γιατί η εξάρτηση στην πολιτική για τη μείωση των επιτοκίων δεν θα είχε τη δυνατότητα να προκαλέσει μια θετική αντίδραση στις δαπάνες αφού προκαλούσε την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων. Η πρωτοτυπία της «Γενικής Θεωρίας» ήταν η εστίαση σχετικά με τον αντίκτυπο των μελλοντικών προσδοκιών στις παρούσες αποφάσεις. Ο Keynes επεσήμανε ότι για κάθε τρέχουσα απόδοση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, οι επενδυτές θα είχαν προτίμηση ρευστό και δεν επένδυαν αν ανέμεναν ότι τα επιτόκια για άλλα περιουσιακά στοιχεία πιθανόν να παρουσίαζαν αύξηση πέρα από την απόδοση των σημερινών επιτοκίων, διότι έδειχνε ότι οι απώλειες κεφαλαίου επί των τίτλων θα υπερκάλυπταν την ετήσια απόδοση τους. Η προσδοκία των μελλοντικών μακροπρόθεσμων επιτοκίων ήταν αυτή που τοποθετούσε το όριο στα τρέχοντα επιτόκια, όχι κάποια απόλυτη τιμή ή κάποιο «πραγματικό» επιτόκιο. Άρα, στο βαθμό που ο κόσμος πίστευε ότι οι τιμές θα αυξηθούν πέρα από την απόδοση των σημερινών επιτοκίων, θα ήταν αδύνατο να πειστεί να έχει στην κατοχή τους οτιδήποτε άλλο περιουσιακό στοιχείο εκτός από ρευστό και το σημερινό επιτόκιο θα παρέμενε σταθερό μέσω της παραδοσιακής νομισματικής πολιτικής. Είναι όντως εύκολο να αντιληφθούμε ότι αυτή η κατάσταση πιθανόν να παρουσιαστεί να εμφανιστεί σε οποιοδήποτε επίπεδο του επιτοκίου, δεδομένου ότι αυτό που πραγματικά έχει επίδραση είναι οι προσδοκίες των επενδυτών για το μελλοντικό επίπεδο των επιτοκίων.

Ως αποτέλεσμα, ο Keynes ανέφερε ότι «υπάρχει η δυνατότητα . . . ότι, αφού το επιτόκιο μειωθεί σε ένα ορισμένο επίπεδο, η προτίμηση ρευστότητας μπορεί να γίνει σχεδόν απόλυτη, υπό την έννοια ότι σχεδόν όλοι προτιμούν τα μετρητά από τη διατήρηση ενός χρέους το οποίο αποδίδει τόσο χαμηλό επιτόκιο. Στην περίπτωση αυτή, η νομισματική αρχή θα έχει απολέσει τον αποτελεσματικό έλεγχο επί των

επιτοκίων». Ακολούθως, με προφανή αναφορά της θέσης του στην «Πραγματεία», ο Keynes λέει «ότι λόγω της απροθυμίας των περισσότερων νομισματικών αρχών να αντιμετωπίσουν με τόλμη το χρέος σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, δεν έχει υπάρξει μεγάλη ευκαιρία για μια δοκιμή. Ακόμα, αν λάμβανε χώρα μια τέτοια κατάσταση, αυτό θα σήμαινε ότι η ίδια η δημόσια αρχή θα μπορούσε να δανειστεί μέσω του τραπεζικού συστήματος σε μια απεριόριστη κλίμακα με ονομαστικό επιτόκιο». Έτσι, η αιτιολόγηση του Keynes για την απομάκρυνση από την καμπύλη αποδόσεων συνεπάγεται τη διαχείριση των προσδοκιών της αγοράς σε σχέση με τα μελλοντικά επιτόκια. Πράγματι, η χρήση της «καθοδήγησης» της αγοράς από την Fed ήταν ακριβώς αυτό που υποστήριζε ο Keynes γι αυτές τις συνθήκες: «Έτσι, μια νομισματική πολιτική που φαίνεται στην κοινή γνώμη ότι έχει πειραματικό χαρακτήρα ή ότι μπορεί εύκολα να αλλάξει μπορεί να αποτύχει σε μεγάλο βαθμό με το στόχο της μείωσης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, επειδή το M2 μπορεί να αυξηθεί σχεδόν χωρίς όριο ως απάντηση σε μια μείωση του r κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο. Η ίδια πολιτική, από την άλλη πλευρά, μπορεί να αποδειχθεί εύκολα επιτυχής αν εμφανίζεται στην κοινή γνώμη ως λογική και εφικτή και προς το δημόσιο συμφέρον, ριζωμένη σε μια ισχυρή πεποίθηση και προωθείται από μια εξουσία που είναι απίθανο να αντικατασταθεί». Αυτή η εξουσία ανήκει κανονικά στην κεντρική τράπεζα. Ωστόσο, ο Keynes θα εφαρμόζε με διαφορετικό τρόπο την ποσοτική χαλάρωση. Αντί της ανακοίνωσης ενός συγκεκριμένου ποσού αγοράς τίτλων και τον στόχο του μεγέθους του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας, ο Keynes θα είχε θέσει την προσφορά και θα άφηνε την αγορά να αποφασίσει για τα ποσά που θα ήθελε να δέσμευση (Kent, 2004).

Η κίνηση θα προσέφερε πληροφορίες σε σχέση με την κατάσταση των επιδιώξεων της αγοράς. Ο Keynes είχε προτείνει έναν τέτοιο μηχανισμό σε ένα απόσπασμα της «Γενικής Θεωρίας» που μελετούσε την προτίμηση ρευστότητας και στο οποίο δεν είχε δοθεί η προσοχή που απαιτούνταν «Ίσως μια σύνθετη προσφορά από την κεντρική τράπεζα για αγορά και πώληση σε διατυπωμένες τιμές στα ομόλογα όλων των χρονικών ωριμάνσεων, αντί του ενιαίου τραπεζικού επιτοκίου για τα βραχυπρόθεσμα γραμμάτια, είναι η πιο σημαντική πρακτική βελτίωση που μπορεί να γίνει με την τεχνική της νομισματικής διαχείρισης». Η κατανόηση του Keynes για την προήγηση ρευστότητας προσφέρει μια διαφορετική εναλλακτική εξήγηση του ρόλου των αρνητικών επιτοκίων και της γοητείας που είχαν γι' αυτόν μέτρα όπως το

«ελεύθερο χρήμα» του Silvio Gesell. Αρκετοί επικριτές της πολιτικής μηδενικών επιτοκίων έχουν αναφερθεί στην αδυναμία της χρήσης των αρνητικών επιτοκίων που δεν οφείλεται σε κάποια απόλυτη ζώνη μηδενικών επιτοκίων, αλλά απλά στην απροθυμία των κεντρικών τραπεζών να προχωρήσουν στην μείωση των επιτοκίων υπό το μηδέν. Όμως, η οικονομική ιστορία έχει να παρουσιάσει αρνητικά επιτόκια: για παράδειγμα, στο σχήμα Bardepot στη Γερμανία και στην τρέχουσα πολιτική της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για τη διευκόλυνση της αποδοχής καταθέσεων. Με βάση την προσέγγιση του Keynes, το μόνο που είναι αναγκαίο για να αντισταθμιστεί ο αντίκτυπος της παγίδας ρευστότητας θα ήταν να θέσει το αρνητικό επιτόκιο σε μια τιμή που θα ήταν μεγαλύτερη από την απώλεια της αξίας του κεφαλαίου που σχετίζεται με την κατοχή τίτλων, γιατί τότε το χρήμα δεν θα ήταν καταφύγιο έναντι της απώλειας κεφαλαίων λόγω της αναμενόμενης αύξησης των επιτοκίων. Με την ολοκλήρωση της «Γενικής Θεωρίας», ο Keynes έχει απομακρυνθεί τελείως από τις απόψεις που είχε εκφράσει μέσω της «Πραγματεία».

Το εμπόδιο για το ξεπέρασμα της Μεγάλης Ύφεσης με τη νομισματική πολιτική δεν αποτελεί η πολιτική μηδενικών επιτοκίων, αλλά η απουσία των μέτρων πολιτικής που επιδιώκουν την αύξηση της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου ή, στην παραδοσιακή άποψη, όπως αυτή που αναφέρει ο Hayek, ο οποίος πίστευε ότι η μεταβλητότητα στο πραγματικό επιτόκιο είναι η βασική αιτία της ανισορροπίας, την αύξηση του πραγματικού επιτοκίου. Τόσο ο Keynes όσο και ο Hayek θα συμφωνήσουν στο ότι η νομισματική πολιτική δεν μπορεί να προχωρήσει σε αυτή την ενεργεία. Δεν συμφωνούσαν, ωστόσο, σε σχέση με τις πολιτικές που θα μπορούσαν να προκαλέσουν την απαιτούμενη μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου ή την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου. Και ο διαχωρισμός αυτός διακρίνεται την σημερινή εφαρμοζόμενη πολιτική ανάμεσα στην ευρωπαϊκή και την αμερικανική πολιτική. Όπου η ευρωπαϊκή πολιτική εστιάζει στη μάταιη επιδίωξη του Hayek να αυξήσει την αποταμίευση μέσα από την πολιτική λιτότητας, ενώ αυτή των Ηνωμένων Πολιτειών προσπαθεί να ενισχύσει την οικονομία μέσω δημοσιονομικών κινήτρων. Η προσέγγιση του Keynes προσφέρει επίσης ορισμένες απόψεις σε σχέση με την επιστροφή στη «συμβατική» πολιτική όταν αναφέρει ότι «θα ήταν πιο ακριβές, ίσως, να πούμε ότι το επιτόκιο είναι ένα πολύ συμβατικό, παρά ένα πολύ ψυχολογικό φαινόμενο. Η πραγματική του τιμή διέπεται σε μεγάλο βαθμό από την επικρατούσα

άποψη ως προς την αναμενόμενη του τιμή. Κάθε επίπεδο επιτοκίου που γίνεται δεκτό με αρκετή πεποίθηση ότι είναι πιθανό να διατηρηθεί, θα διατηρηθεί» (Kregel, 1998).

Τελικά, τα επιτόκια ήταν αναγκαίο να αυξηθούν, και αυτό θα οδήγησε σε απώλειες κεφαλαίου που το κοινό και οι τράπεζες προσπάθησαν να αποφύγουν με τη διακράτηση ρευστών περιουσιακών στοιχείων, αλλά θα εισρεύσουν στην κεντρική τράπεζα. Όπως παρατηρεί ο Richard Kahn (1972), «οι τιμές των τίτλων πρέπει να είναι «ανάλογες ώστε να εξασφαλίζουν ένα σπίτι για όλο το κοινό, πέρα από αυτό που το τραπεζικό σύστημα φροντίζει για τον εαυτό του. Αυτή είναι η ουσία της θεωρίας προτίμησης ρευστότητας του Keynes σε σχέση επιτόκια, με την προσφορά και τη ζήτηση για χρήμα να αποτελεί την άλλη όψη της προσφοράς των τίτλων στα χέρια του κοινού και τη ζήτηση για τίτλους από το κοινό». Αν η νέα τιμή του επιτοκίου, συνοδευόμενη από την «καθοδήγηση» της αγοράς, είναι αποδεκτή ως ανθεκτική, τότε οι πολίτες και το τραπεζικό σύστημα θα είναι και διαθέσιμοι να διατηρήσουν αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μεγαλύτερης ωρίμανσης στα χαρτοφυλάκιά τους. Η αναζήτηση για τις πιο κερδοφόρες, διορθωμένες για κίνδυνο αποδόσεις από τις τράπεζες και το κοινό θα παρέχει τη μείωση του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας.

Κεφάλαιο 2: Ποσοτική χαλάρωση και πρόσφατη οικονομική κρίση

2.1 Οι αντιδράσεις της ΕΚΤ στην οικονομική κρίση

Όπως αναφέρουν ο Sklias & Maris (2016), η ευρωπαϊκή οικονομική κρίση αποτέλεσε μια σπουδαία ευκαιρία για μελέτη τόσο των τρωτών σημείων του ευρωπαϊκού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης όσο και της ίδιας της διαδικασίας της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης για σημαντικό αριθμό ρόλων:

- επειδή η ευρωπαϊκή κρίση αποτέλεσε μια από τις σοβαρότερες κρίσεις που έχει αντιμετωπίσει έως εκείνη την στιγμή η Ευρωπαϊκή Ένωση.
- λόγω της κρίσης, οι περιορισμοί στη διαδικασία της οικονομικής ολοκλήρωσης στην Ευρώπη μπήκε σε δοκιμή στην βάση πραγματικών οικονομικών δεδομένων και αποτέλεσε μια πραγματική δοκιμή.
- επειδή οι κύριες αιτίες της κρίσης σχετίζονταν με το πλαίσιο οικονομικής διακυβέρνησης που υλοποιήθηκε τις τελευταίες δεκαετίες και συνεπώς σχετιζόταν με την ουσία της διαδικασίας της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης.

Η οικονομική κρίση έφερα στην επιφάνεια ζητήματα οικονομικής πολιτικής που έπρεπε να επιλυθούν σε σχέση με την μεταβολή της οικονομικής διακυβέρνησης και τον ρόλο του εθνικού κράτους, πρόβλημα που κρύβοντας στην βάση μιας πλάστης οικονομική ευημερίας τις τελευταίες δεκαετίες, που καθιστούσαν την ευρωπαϊκή «επιχείρηση» βιώσιμη. Το αρχικό πλαίσιο για την οικονομική διακυβέρνηση στην Ευρώπη πρόέκυψε μέσα από τη Συνθήκη του Μάαστριχτ. Η Συνθήκη του Μάαστριχτ δεν ήταν το αποτέλεσμα απλών, μη προβληματικών διαπραγματεύσεων. Ο Wyplosz (2006) αναφέρει ότι το πλαίσιο των διαπραγματεύσεων που συντέλεσαν στη Συνθήκη και έκαναν ευδιάκριτο ότι οι απόψεις της Γαλλίας δεν συμβαδίζουν με αυτές της Γερμανίας.

Η Γερμανία εστίασε στην σημασία των οικονομικών πολιτικών και στην προαγωγή της σύγκλισης ανάμεσα στην ΕΕ, ενώ η Γαλλία επικεντρώθηκε στη δημιουργία καινούργιων θεσμικών εργαλείων. Έτσι, μέσα από την Συνθήκη του Μάαστριχτ υπογραμμίστηκε η σημασία δύο αρχών: σταδιακή μετάβαση και σύγκλιση. Οι διαφορετικές προσεγγίσεις της Γαλλίας και της Γερμανίας, σε σχέση με

την Συνθήκη του Μάαστριχτ περιελάμβανε τόσο υπερεθνικά όσο και διακυβερνητικά στοιχεία που προσδιόριζαν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Κεντρικό ρόλο στην υπερεθνική προσέγγιση διαδραμάτισε σε πρώτο επίπεδο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και ακολούθως η Επιτροπή, το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Αντίστροφα, η διακυβερνητική μέθοδος συσχετίστηκε με τον αυξημένο ρόλο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στη διαδικασία της ολοκλήρωσης (Sklias&Maris, 2016). Επομένως, το σύστημα διακυβέρνησης της ΕΕ αποτελεί ένα σύστημα *suī generis* που διακρίνεται από κοινοτικές και διακυβερνητικές μεθόδους (Delors, 2013).

Με τη ραγδαία εξάπλωση της οικονομικής κρίσης στην Ευρωζώνη προσδιορίστηκε μεταβολή στο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης των κρατών-μελών της. Όπως παρατηρείται, έως το 2008, οι αντιδράσεις στην παγκόσμια οικονομική κρίση πρόέκυψαν έπειτα από πρωτοβουλίες των ίδιων των κρατών μελών σε μια τελευταία προσπάθεια να διασφαλίσουν τα συμφέροντα τους (Schirm, 2011).

Το μέγεθος της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης παρόλα αυτό προώθησε όλο και περισσότερες δράσεις που θα μπορούσαν να προκύψουν σε ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο. Ωστόσο, σε αυτές τις προκλήσεις οι Ευρωπαίοι δεν μπόρεσαν να ανταποκριθούν, με σημείο τριβή στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής, όπου υπήρχε ήδη ένα καλά οργανωμένο υπερεθνικό σύστημα λήψης αποφάσεων που ο πυρήνας του ήταν εντός της ΕΚΤ. Για παράδειγμα, αν και υπήρχε ανάγκη δημιουργίας ενός νέου υπερεθνικού ρυθμιστικού και εποπτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα κράτη μέλη δεν διέθεταν την αναγκαία αποφασιστικότητα να το διαμορφώσουν και περιορίστηκαν στη λήψη απλών δηλώσεων σε σχέση με αυτά τα ζητήματα. Παρά την ανακοίνωση συντονισμένων πολιτικών, τα κράτη μέλη της ΕΕ ακολούθησαν στην βάση ιδίων συμφερόντων διαφορετικές διαδρομές σε σχέση με τις μεταρρυθμίσεις όσο και τα πακέτα που αφορούσαν την ενίσχυση της οικονομίας τους κατά την προσπάθεια αντιμετώπισης της κρίσης (Schirm, 2011).

Για ένα σημαντικό χρονικό διάστημα μέσα στο 2009, αφενός, η ευρωπαϊκή κρίση κατά την αντίληψη των ηγετών της ΕΕ φάνταζε αρχικά ως τραπεζική κρίση. Το ζήτημα με αυτή την κατάσταση, σχετιζόταν με τη διαχείριση της κρίσης βάσει των αρμοδιοτήτων με τις οποίες είχε επιφορτιστεί η ΕΕ. Έτσι, η ΕΚΤ και οι εθνικές κεντρικές τράπεζες εκτός της ευρωζώνης έπρεπε να δράσουν ως φορείς παροχής

ρευστότητας, οι εθνικές κυβερνήσεις να ασχοληθούν με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή να επιβάλλει τα πλαίσια του ανταγωνισμού. Παρόλο που ορισμένοι από αυτούς τους παίκτες, ιδίως η ΕΚΤ, ξεπέρασαν το προϋπάρχον σενάριο, κανένας δεν ξεπέρασε τον προϋπάρχοντα ρόλο του. Το σημαντικότερο από αυτά ήταν το ότι η χρηματοδοτική στήριξη από τους προβληματικούς διακρατικούς θεσμούς της ΕΕ δεν υπήρξε (Sklia & Maris, 2016).

Από την άλλη πλευρά, οι περιπτώσεις όπως της Ελλάδας, της Ιρλανδίας, της Πορτογαλίας και της Ισπανίας, η κρίση προκλήθηκε από πολιτικές των ανεύθυνων κυβερνήσεων. Η κρίση του χρέους της Ελλάδας όμως κατέληξε να γίνει ευρωπαϊκό πρόβλημα για πρώτη φορά στις 8 Δεκεμβρίου 2009, και ακολούθως, υπήρχε μόνο ένα ζήτημα συζήτησης σε ευρωπαϊκό επίπεδο, πώς μπορεί να λυθεί η ευρωπαϊκή κρίση; Σε μια ομιλία που έδωσε στο Κέντρο Ευρωπαϊκής Πολιτικής τον Απρίλιο του 2010, ο τότε Επίτροπος Olli Rehn τόνισε ότι στο πλαίσιο της ONE δεν υπήρξε πολιτική ώθηση για την ενίσχυση του συντονισμού της οικονομικής πολιτικής και ότι η οικονομική διάσταση της ONE έπρεπε να ενισχυθεί για να απόκτηση της δυνατότητας να ξεπεράσει την κρίση και να δημιουργήσει τις προϋποθέσεις για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της. Φυσικά, αυτό δεν αφορούσε μεταρρυθμίσεις στο νομισματικό πλαίσιο, αλλά ότι οι αλλαγές θα υλοποιούνταν σε υπερεθνικό επίπεδο. Από αυτή την οπτική γωνία, από τις αρχές του 2010 έως το 2013, η κρίση αποτέλεσε τον βασικό λόγο για τη δημιουργία σημαντικών πολιτικών απαντήσεων σε σχέση με την νομισματική πολιτική και εφαρμόστηκε ένα καινούργιο, πολύπλοκο πλαίσιο για την οικονομική διακυβέρνηση (Buti & Carnot, 2012)..

Στη διάσκεψη κορυφής του ευρώ στις 7-9 Μαΐου 2010, οι Ευρωπαίοι ηγέτες αποφάσισαν ότι όλα τα ευρωπαϊκά θεσμικά όργανα είναι υποχρεωμένα να καταπολεμούν την οικονομική κρίση και να διασφαλίζουν την οικονομική σταθερότητα της Ευρωζώνης. Όπως χαρακτηρίστηκα ανέφεραν, το σύνολο των θεσμικών οργάνων της Ευρωζώνης (Συμβούλιο, Επιτροπή, ΕΚΤ) και όλα τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ είναι αναγκαίο να κάνουν χρήση του πλήρους φάσματος των διαθέσιμων μέσων ώστε να διασφαλιστεί σταθερότητα της Ευρωζώνης. Αυτή διαμόρφωσε ένα πλαίσιο για την παροχή πακέτων διάσωσης για τις περιφερειακές χώρες, πραγματοποιήθηκαν σημαντικές αλλαγές στο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης στην Ευρώπη σε σχέση τόσο με τη νομισματική όσο και με την οικονομική διάσταση της ONE. Λόγω του υπερεθνικού χαρακτήρα της νομισματικής

διάστασης, οι αλλαγές που πραγματοποιηθήκαν στις περισσότερες περιπτώσεις απείχαν αρκετά από τη διακυβερνητική μέθοδο λήψης αποφάσεων. Αντίθετα, οι αλλαγές που πραγματοποιηθήκαν στην οικονομική διάσταση της ONE ήταν κατά κύριο λόγο διακυβερνητικές, αλλά φυσικά υπήρχαν εξαιρέσεις από αυτή την πρακτική εφαρμογή τους (Sklias & Maris, 2016).

Αντίθετα, σε σχέση με την νομισματική διάσταση της ONE, η κατάσταση ήταν κάπως ευκολότερη, δεδομένου του προϋπάρχοντος υπερεθνικού πλαισίου και του θεσμικού ρόλου που διαδραμάτιζε η ΕΚΤ.

2.2 Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ

2.2.1 Τα Συμβατικά Εργαλεία άσκησης νομισματικής πολιτικής ΕΚΤ

Η εκάστοτε κεντρική τράπεζα προσδιορίζει τα επιτόκια στην βάση των οποίων δανείζει τις εμπορικές τράπεζες. Σε σχέση με την ΕΚΤ το διοικητικό της συμβούλιο αποτελεί όπως αναφέραμε και στο προηγούμενο κεφάλαιο όργανο που λαμβάνει τις αποφάσεις έμμεσα για τα επιτόκια στο σύνολο της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και ειδικότερα για τα επιτόκια των αποταμιευτικών καταθέσεων και των δανείων που προσφέρονται από τις εμπορικές τράπεζες. Στα πλαίσια της άσκησης της νομισματικής πολιτικής η ΕΚΤ κάνει χρήση τριών βασικών εργαλείων, τις πράξεις ανοικτής αγοράς, τις πάγιες διευκολύνσεις και την τήρηση ελάχιστου ορίου αποθεματικών. Η οικονομική κρίση του 2008 όμως την ανάγκασε να καταφύγει στην χρήση και την λήψη άλλων αντισυμβατικών μέτρων.

2.2.1.1 Πράξεις ανοικτής αγοράς

Οι βασικότερες δραστηριότητες σε σχέση με τις πράξεις ανοικτής αγοράς είναι πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς μέσω αυτών διασφαλίζεται το σημαντικότερο τμήμα της ρευστότητας που έχει ανάγκη το τραπεζικό σύστημα ενώ αποτελούν και τις πιο συχνές συναλλαγές. Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης διαθέτει ένα εύρος ανάμεσα στα επιτόκια καταθέσεων και των επιτόκια χρηματοδοτήσεων και αποτελεί ένα από τα κεντρικά επιτόκια της ΕΚΤ που προσδιορίζουν την πορεία της νομισματικής πολιτικής. Οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης είναι πιο περιορισμένες σε σχέση με την συνολική αναχρηματοδότηση και σχετίζονται με τις αντιστρεπτές συναλλαγές

για την παροχή ρευστότητας, ενώ πράξεις εξομάλυνσης των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων της ρευστότητας έχουν ως κεντρικό στόχο να ομαλοποιήσουν τα επιτόκια λόγω επιπτώσεων που πιθανόν να προκύψουν από αιφνίδιες μεταβολές στην αγορά ρευστότητας. Τέλος πραγματοποιούνται και οι διαρθρωτικές πράξεις οι οποίες στοχεύουν στην προσαρμογή του Ευρωσυστήματος έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα.

2.2.1.2 Πάγιες διευκολύνσεις

Ο προσδιορισμός των επιτοκίων δανεισμού και καταθέσεων για την ΕΚΤ προσδιορίζεται στις πάγιες διευκολύνσεις που προσφέρουν ή απορροφούν ρευστότητα μίας ημέρας ενώ ο δείκτης EONIA αποτελεί ένα μέτρο των επιτοκίων του ευρώ μιας ημέρας, δηλαδή υπολογίζει το διατραπεζικό επιτόκιο στην αγορά του ευρώ για τοποθετήσεις μιας ημέρας. Οι δύο πάγιες διευκολύνσεις που προσφέρει το Ευρωσύστημα στα πιστωτικά ιδρύματα, αφορούν τη διευκόλυνση στην οριακή χρηματοδότηση για την εξασφάλιση της ρευστότητας και τη διευκόλυνση αποδοχής καταθέσεων για την πραγματοποίηση των καταθέσεων. Το επιτόκιο της πρώτης διευκόλυνσης προσδιορίζει το ανώτατο όριο για τις τοποθετήσεις διάρκειας μιας ημέρας ενώ της δεύτερης το κατώτατο όριο και τα δύο αυτά επιτόκια συντελούν στην εξομάλυνση της αγοράς σε περιόδους υψηλής προσφοράς και ζήτησης χρήματος (Cecchetti, Stephen G., & Róisín O'Sullivan, 2003).

2.2.1.3 Ελάχιστος Αποθεματικός Συντελεστής

Όπως οπουδήποτε κεντρική τράπεζα έτσι και η ΕΚΤ κάνει χρήση ενός συντελεστή διακράτησης ελάχιστων αποθεμάτων και έχει τη δυνατότητα επιβολής, αυτού του ποσοστού διακράτησης, στα πιστωτικά ιδρύματα των κρατών μελών, και βασιζόμενη σε αυτό τον συντελεστή, προσδιορίζει τι ποσοστό θα διατηρούν ως ελάχιστα αποθεματικά στην ΕΚΤ αλλά και στις εθνικές κεντρικές τράπεζες. Έτσι ο συντελεστής μπορεί να σταθεροποιεί τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην αγορά, συνήθως διατηρείται σταθερός για μεγάλα χρονικά διαστήματα και μεταβάλλεται είτε όταν υφίστανται μεγάλες αλλαγές στην οικονομία, είτε για λόγους ανταγωνιστικότητας μεταξύ των τραπεζών όλων των χωρών της ευρωζώνης. Αρμόδιο

για τον καθορισμό του απαιτούμενου ποσού είναι το διοικητικό συμβούλιο (http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html).⁴

2.2.2 Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤως απάντηση στη κρίση

Με την έναρξη της οικονομικής κρίσης η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) καλέστηκε να εφαρμόσει μη συμβατική νομισματική πολιτική, κάτι πρωτόγνωρο για αυτήν. Η κρίση έγινε χρηματοπιστωτικής και η μετεξέλιξή της οδήγησε σε κρίση δημόσιου χρέους την ευρωζώνη. Σε σχέση με τις υπόλοιπες κεντρικές τράπεζες, η ΕΚΤ ακολούθησε μέτρα πιστωτικής διευκόλυνσης που στόχευαν αποκλειστικά και μόνο στη βελτίωση του μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, μη θέλοντας να ακολουθήσει την πολιτική της ομοσπονδιακής τράπεζα της Αμερικής (FED), ή της αγγλικής κ.α. για την λήψη μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης. Αναλυτικότερα, προχώρησε σε μειώσεις του βασικού της επιτοκίου, η ΕΚΤ έβαλε σε εφαρμογή διενέργεια πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης (Main Refinancing Operations - MROs) μεγαλύτερης διάρκειας, στη συνέχεια με τη διόγκωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης και την παράλυση των χρηματοπιστωτικών αγορών η ΕΚΤ αναγκάστηκε να λάβει επιπλέον μετρά, μη συμβατικά με σκοπό να περιορίσει τις ασφυκτικές συνθήκες χρηματοδότησης των τραπεζών και να τους παράσχει πρόσθετη ρευστότητα με:

1. δημοπρασίες σταθερού επιτοκίου με πλήρη κατανομή,
2. προσωρινή επιμήκυνση της διάρκειας των πράξεων βασικής αναχρηματοδότησης για την πρόσφορα ρευστότητας από τρεις σε δώδεκα μήνες, επέκταση του καταλόγου των τίτλων που γίνονταν αποδεκτοί ως ενέχυρο ώστε να μπορεί να συμπεριλάβει στοιχεία ενεργητικού εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ, γιεν Ιαπωνίας και λίρες Αγγλίας, και
3. αγορά καλυμμένων ομολογιών (Covered Bond Purchase Programme-CBPP), συνολικής ονομαστικής αξίας 60 δισ. ευρώ κατά την περίοδο Ιουνίου 2009-Ιουνίου 2010.

⁴(http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html).

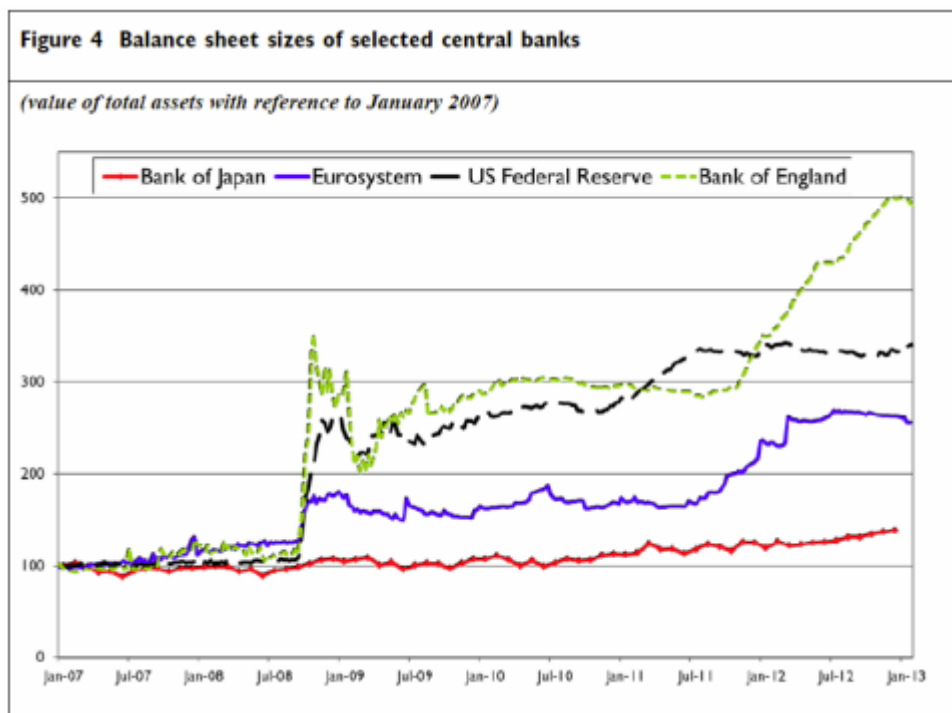
Τα παραπάνω μη συμβατικά μέτρα μπόρεσαν να σταθεροποιήσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την οικονομία της ευρωζώνης διασφαλίζοντας παράλληλα τη σταθερότητα των τιμών. Με τη μετεξέλιξη όμως της χρηματοπιστωτικής κρίσης σε κρίση δημόσιου χρέους το Μάιο 2010, ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής στην ευρωζώνη δεν μπορούσε να δουλέψει, ιδίως στην ευρωπεριφέρεια, κάτι που ανάγκασε την ΕΚΤ να πάρει επιπλέον όπως το Πρόγραμμα για τις Αγορές Τίτλων (Securities Market Program – SMP) με σκοπό την αποκλιμάκωση των αποδόσεων των χρεογράφων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα της ευρωζώνης. Ειδικότερα, η ΕΚΤ προχώρησε το Μάιο του 2010 έως το Σεπτέμβριο του 2012 στην αγορά περίπου 200 δισ. ευρώ σε κρατικά ομολόγα από τις χώρες της ευρωζώνης που βρέθηκαν να παρουσιάζουν πρόβλημα όπως η Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία, Ιταλία και Ισπανία. Το πρόγραμμα αγοράς χρεογράφων περιλάμβανε και στοχευόμενες προσαρμογές στο ενεργητικό του ισολογισμού της ΕΚΤ, με στόχο να συγκρατηθεί ο ρυθμός αύξησης της νομισματικής βάσης και της προσφοράς χρήματος στην ευρωζώνη. Το σύνολο των ερευνητικών προσπαθειών συγκλίνουν στην άποψη πως το πρόγραμμα ήταν αποτελεσματικό σε σχέση με τον περιορισμό των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και τον περιορισμό της μεταβλητότητας. Ειδικότερα για την Ελλάδα υπολογίζεται ότι οι αγορές ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου αξίας ενός δισ. ευρώ περιόρισαν τις αποδόσεις τους κατά 204 μονάδες βάσης τις πρώτες οκτώ εβδομάδες του προγράμματος.

Παρόλα αυτά, μια περαιτέρω κλιμάκωση της κρίσης και την αποσταθεροποίηση της αγοράς κρατικών ομολόγων το καλοκαίρι του 2011, οδήγησε την ΕΚΤ στην αντικατάσταση του προγράμματος SMP με πράξεις μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (LTROs) αξίας 1 τρισ. ευρώ και με επιτόκιο 1%, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν χωρίς προσδιορισμένη περιοδικότητα και με διάρκεια έως και τρία έτη. Ταυτόχρονα προσέφυγε στην περαιτέρω διεύρυνση του κατάλογου των χρεογράφων που αποδεχόταν ως ενέχυρο από τις τράπεζες, επιτρέποντας μάλιστα να γίνεται χρήση των προϊόντων τιτλοποίησης (assetbacked securities - ABS) δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Τα παραπάνω μη συμβατικά μέτρα από την ΕΚΤ, σχετίζονταν με χορήγηση πιστώσεων, και είχαν προσωρινό χαρακτήρα, λειτουργώντας όμως συμπληρωματικά χωρίς να υποκαταστήσουν τα κεντρικά εργαλεία άσκησης της νομισματικής πολιτικής όπως για παράδειγμα είναι οι μεταβολές των βασικών της επιτοκίων, ενώ

είχαν ως απώτερο στόχο τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στην ευρωζώνη μεσοπρόθεσμα. Μάλιστα, η διαφορετική πολιτική των υπολοίπων μεγάλων κεντρικών τραπεζών σε σύγκριση με την ΕΚΤ διακρίνονται ξεκάθαρα στους τραπεζικούς ισολογισμούς τους, καθώς η αύξηση του ισολογισμού της ΕΚΤ ήταν πολύ μικρότερη της αύξησης που καταγράφηκε στους ισολογισμούς των υπόλοιπων κεντρικών τραπεζών και ειδικότερα τη στιγμή που ο ισολογισμός της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ την περίοδο Ιανουαρίου 2007-Μαρτίου 2012 διογκώθηκε περίπου κατά 235%, και της Αγγλίας κατά 300%, ενώ ο ισολογισμός της ΕΚΤ αυξήθηκε μόλις κατά 160% όπως διακρίνεται στο ακόλουθο διάγραμμα (διάγραμμα 2.1). Άλλωστε, η νομισματική χαλάρωση στην Ευρώπη είχε ως σκοπό την αποφυγή της πιστωτικής ασφυξίας (credit crunch) και στη διόρθωση του προβληματικού μηχανισμού μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, ενώ η ΗΠΑ, η Αγγλία και η Ιαπωνία επικεντρώθηκε στην ευθεία στήριξη της πραγματικής οικονομίας. Η ΕΚΤ βέβαια ορθώς πείρε ανορθόδοξα μέτρα νομισματικής πολιτικής σε πνεύμα παρόμοιο των υπόλοιπων κεντρικών τραπεζών, καθώς το είχαν ανάγκη οι πρωτόγνωρες συνθήκες (Μουρμούρας, 2014).

Διάγραμμα 2.1: Ισολογισμοί των τεσσάρων μεγάλων κεντρικών τραπεζών την περίοδο 2007-2013



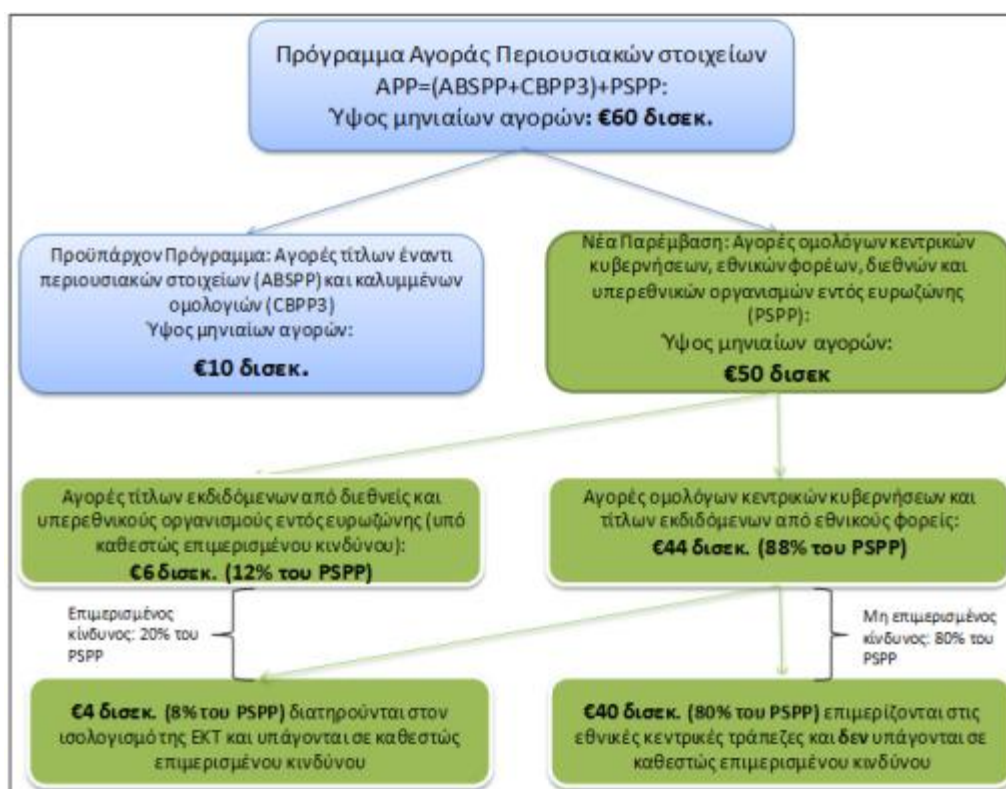
2.3 Η ποσοτική χαλάρωση το 2015

Στις 22 Ιανουαρίου 2015, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) με απόφαση του για τις 9 Μαρτίου 2015, αποφάσισε την επέκταση του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων, το οποίο ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο 2014 και προέβλεπε αγορές τίτλων που έχουν εκδοθεί έναντι περιουσιακών στοιχείων και καλυμμένων ομολογιών, ύψους €10 δισ. μηνιαίως. Σύμφωνα με την απόφαση του Ιανουαρίου, η ΕΚΤ προχώρησε σε διεύρυνση του υφιστάμενου πρόγραμμα με τη θέσπιση ενός προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων του δημόσιου τομέα που έφτανε τα €50 δισ. σε μηνιαία βάση. Μέσω αυτού, το ευρωσύστημα αγοράζει στη δευτερογενή αγορά τίτλους επενδυτικής κλάσης, με ευρώ, οι οποίοι εκδίδονται από τις κεντρικές τράπεζες των χωρών μελών της ευρωζώνης, αναγνωρισμένους φορείς και διεθνείς οργανισμούς που είναι εγκατεστημένη στην ευρωζώνη και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης εγκατεστημένες στην ευρωζώνη. Η εναπομένουσα ωρίμαση των επιλέξιμων χρεογράφων είναι αναγκαίο να έχει επέκταση από δύο έως τριάντα έτη, ενώ η απόδοσή τους στη λήξη είναι αναγκαίο να είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο διευκόλυνσης καταθέσεων (-0,2% κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της απόφασης). Το μέγεθος του διευρυμένου προγράμματος φτάνει στα €60 δισ. σε μηνιαία βάση, ενώ η διάρκειά του έφτανε τους 19 μήνες με προοπτική, επέκτασης, μέχρις ότου διασφαλιστεί η διατηρήσιμη πορεία του πληθωρισμού προς τον επίσημο στόχο δηλαδή κάτω από το ποσοστό του 2% ετησίως σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Η λογική, το μέγεθος και η διάρκεια των παρεμβάσεων, συνηγορούν υπέρ της άποψης πως πρόκειται για πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, το οποίο θα συνέβαλε στην συνολική διεύρυνση του ισολογισμού της ΕΚΤ κατά περίπου €1,1 τρισ. έως το Σεπτέμβριο του 2016.

Από τις επιπλέον αγορές ύψους €50 δισ. ανά μήνα, που αποτελούν και τη σημαντική διεύρυνση του Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων, το 12% διοχετεύεται σε αγορές χρεογράφων που εκδίδουν υπερεθνικοί και διεθνείς οργανισμοί μέσα στην ευρωζώνη και διατηρείται στο ενεργητικό της ΕΚΤ υπό

καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου. Το 88% επί της αξίας των αγορών αφορά, κυρίως, σε ομόλογα κεντρικών τραπεζών και, σε πολύ μικρότερο βαθμό, τίτλους επιλέξιμους, ορισμένων εθνικών φορέων όπως διακρίνεται στο ακόλουθο διάγραμμα (διάγραμμα 2.1). Τα στοιχεία αυτά και η κατανομή είναι σε διαρκή επανεξέταση από το ΔΣ της ΕΚΤ.

Διάγραμμα 2.1: Κατανομή των μηνιαίων αγορών περιουσιακών στοιχείων από το Ευρωσύστημα στο πλαίσιο του διευρυμένου Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων



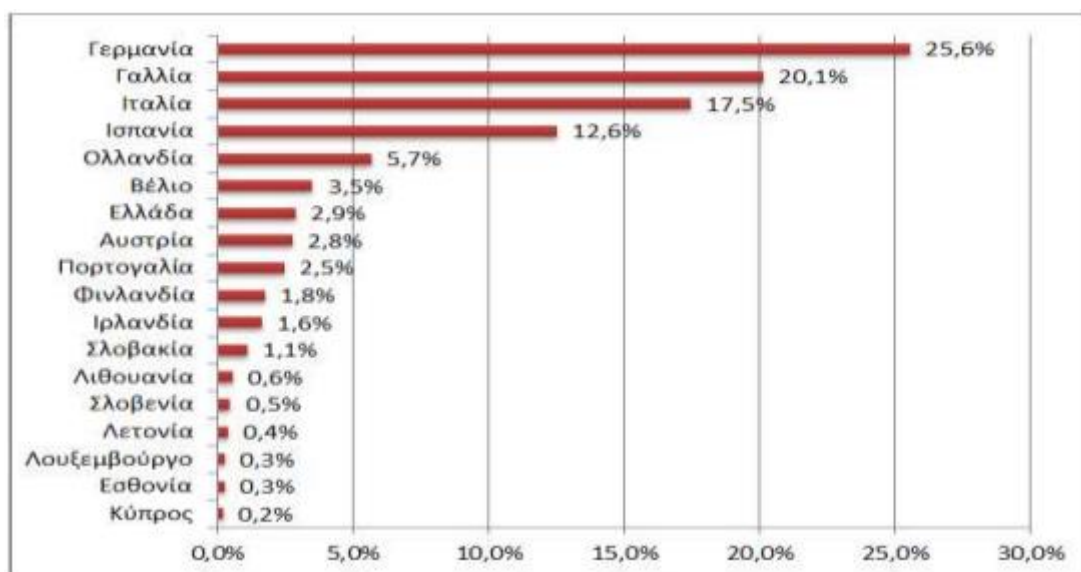
Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Η προτίμηση του Προγράμματος στα κυβερνητικά ομόλογα πηγάζει από την ισχυρή επίδραση που διακρίνει την συγκεκριμένη αγορά χρεογράφων σε συνθήκες χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας και στο ότι αφορά μία μεγάλη και με υψηλό βαθμό ρευστότητας αγορά (Coeure, 2015:6). Ειδικότερα, οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων είναι σημείο αναφοράς για το κόστος χρηματοδότησης με το οποίο είναι αντιμέτωπες οι επιχειρήσεις και νοικοκυριά στην ζώνη του ευρώ, επιδρώντας στις αποδόσεις ενός σημαντικού εύρους χρηματοδοτικών εργαλείων.

Ακόμα, ο σχετικά σημαντικός αριθμός διαθέσιμων κυβερνητικών ομολόγων που είναι προς διάθεση στην αγορά και ο σημαντικός βαθμός ρευστότητάς τους συντελούν στο περιορισμό των στρεβλώσεων που πηγάζουν από τις παρεμβάσεις της ΕΚΤ κατά τη διαμόρφωση των αγοραίων τιμών τους (ECB, 2015b, σελ. 17).

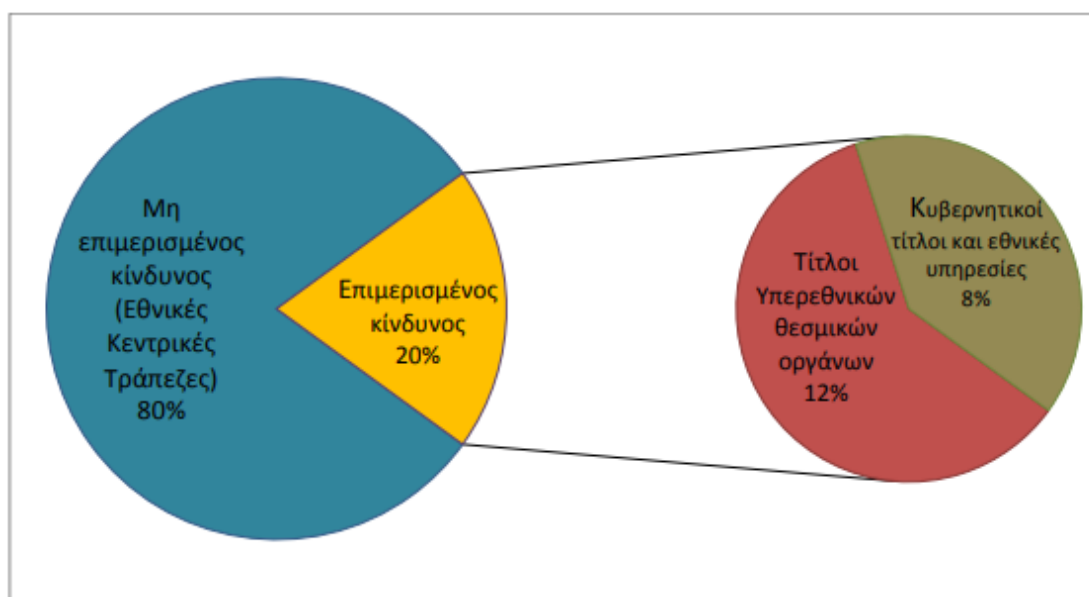
Σε σχέση με την κατανομή από πιθανές ζημιές, η ΕΚΤ διατηρεί στον ισολογισμό της τους τίτλους που έχουν εκδοθεί από διεθνείς και υπερεθνικούς οργανισμούς, οι οποίοι είναι στο 12% της αξίας των πρόσθετων παρεμβάσεων. Από το υπόλοιπο 88% που διοχετεύεται προς αγορές ομολόγων κυβερνήσεων και εθνικών υπηρεσιών, το 8% πραγματοποιείται κεντρικά από την ΕΚΤ και υπάγεται σε καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου, ενώ το 80% επιβαρύνει τις εθνικές κεντρικές τράπεζες σε περίπτωση που υπάρξουν ζημιές. Η κατανομή των κυβερνητικών τίτλων από τις εθνικές κεντρικές Τράπεζες προσδιορίζονται από το μερίδιο συμμετοχής τους στο κεφάλαιο εγγραφής της ΕΚΤ, το οποίο προσδιορίζεται κατά βάση, από το ΑΕΠ και δευτερευόντως και σε ένα δεύτερο επίπεδο από τα δημογραφικά στοιχεία όπως διακρίνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα (διάγραμμα 2.2). Συμπερασματικά, το 20% των καινούργιων παρεμβάσεων αφορά καθεστώς επιμερισμένου κινδύνου, ενώ για το υπόλοιπο 80% οι πιθανές ζημιές συνδέονται και επιβαρύνουν τους ισολογισμούς των εθνικών κεντρικών τραπεζών του ευρωσυστήματος όπως διακρίνεται και στο διάγραμμα 2.3.

Διάγραμμα 2.2: Μερίδια συμμετοχής των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών του Ευρωσυστήματος στο κεφάλαιο εγγραφής της ΕΚΤ (συνολική αξία εισφορών μελών ευρωζώνης = 100)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Διάγραμμα 2.3: Επιμερισμός κινδύνου του Διευρυμένου Προγράμματος Αγοράς Περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

Οι κατανομή που επιλέχτηκε από το ΔΣ της ΕΚΤ εστίαζε στην προσπάθεια να μεγιστοποιήσει την αποτελεσματικότητα του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, συνυπολογίζοντας τους προβληματισμούς ορισμένων κυβερνήσεων σε ότι έχει να κάνει με τις πιθανές δημοσιονομικές επιπτώσεις του (ECB, 2015a, σελ. 5).

Οι ανησυχίες πηγάζουν από την πιθανότητα αθέτησης πληρωμών κυβερνητικών ομολόγων που υπάρχουν στον ισολογισμό της ΕΚΤ, στοιχείο που αν προκύψει θα προκαλέσει δημοσιονομική επιβάρυνση συνολικότερα στις χώρες της ευρωζώνης, προκαλώντας με αυτό τον τρόπο, ζήτημα ηθικού κινδύνου (Micossi, 2015).

Οι φόβοι αυξάνονται από το σημαντικό αριθμό παρεμβάσεων της ΕΚΤ, όσο και από την υπό προϋποθέσεις ανοιχτή διάρκεια του Προγράμματος. Ο συγκεκριμένος προβληματισμός πηγάζει από το ιδιαίτερα δομημένο τρόπο που διακρίνει την ΟΝΕ, το οποίο περιγράφεται από την συνύπαρξη μίας ενιαίας νομισματικής πολιτικής με 19 αυτόνομες, δημοσιονομικές αρχές. Παραλές τις ιδιαιτερότητες του οικοδομήματος ο τότε διοικητής της ΕΚΤ Mario Draghi ανέφερε ότι ο σχεδιασμός του Προγράμματος εγγυάται την αποτελεσματικότητά του, παρά το σχετικά περιορισμένο βαθμό επιμερισμού του κινδύνου από πιθανές ζημιές (ECB, 2015a, σελ. 5).

Ο αρχικός σχεδιασμός του προγράμματος πρόβλεπε την εφαρμογή δύο ορίων σε σχέση με την αγορά τίτλων. Το πρώτο σχετίζεται με την εφαρμογή ως ποσοστό επί της έκδοσης ανά κατηγορία χρεογράφων, που φτάνει το 25% και υπόκειται σε επανεξέταση από το ΔΣ μετά το πέραςμα ενός εξαμήνου από την ημερομηνία έναρξης του Προγράμματος, ενώ το δεύτερο βρίσκει εφαρμογή σε σχέση με τους ανεξόφλητους τίτλους του κάθε εκδότη που φτάνει στο 33%.

Ο στόχος του πρώτου ορίου πηγάζει από την προσπάθεια αποτροπής της πιθανότητας να αποτελέσει η ΕΚΤ μειοψηφία σε πιθανή υπόθεση συντεταγμένης αναδιάρθρωσης χρέους μέσω ενεργοποίησης των Ρητρών Συλλογικής Δράσης (Coeure, 2015). Η εισαγωγή του ορίου 33% για κάθε εκδότη στοχεύει στη διασφάλιση της απρόσκοπτης λειτουργίας του αγοραίου μηχανισμού διαμόρφωσης τιμών των χρεογράφων, καθώς το ευρωσύστημα σε καμία περίπτωση δεν θέλει να προκληθεί εκτοπισμός της ιδιωτικής επένδυσης (ΕΚΤ, 2015c, σελ. 9). Τόσο ο περιορισμένος επιμερισμός του κινδύνου, όσο και τα όρια ανά τύπο έκδοσης και ανά εκδότη, προσδιορίζουν την πολιτική υφή των δύσκολων που αντιμετωπίζει η ΕΚΤ στην προσπάθειά της να εφαρμόσει έναπιο τολμηρό πρόγραμμα νομισματικής τόνωσης της συνολικής ζήτησης, ώστε να αποφύγει την πιθανότητα ενός χαμηλού πληθωρισμού.

Διακρίνεται στην ουσία να υφίσταται μία αντισταθμιστική σχέση ανάμεσα στον υψηλό βαθμό τόλμης του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, και της προσπάθειας άμβλυνσης των ανησυχιών συγκεκριμένων κυβερνήσεων, σε σχέση με την πιθανότητα δημοσιονομικών μεταβιβάσεων δια της πλαγίας οδού, μέσω, δηλαδή, του ισολογισμού της ΕΚΤ, σε περίπτωση που σε αυτήν προκληθούν κεφαλαιακές απώλειες (ECB, 2015c).

Κεφάλαιο 3: Ποσοτική χαλάρωση αποτίμηση για Ευρωζώνη και Ελλάδα

3.1 Σκοπός και λογική του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης

Κεντρικός στόχος της προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης του 2015 από την ΕΚΤ ήταν η επίτευξη του πληθωρισμού στην τιμή-στόχο που προσδιοριζόταν κάτω αλλά πολύ κοντά στο 2%, κατ' έτος μακροπρόθεσμα (Evgenidis & Papadamou, 2020). Και αυτό διότι από τον Οκτώβριο 2013, ο μέσος συνολικός πληθωρισμός των χωρών του ευρώ ήταν σημαντικά μακριά από την τιμή-στόχο, ενώ τον Ιανουάριο 2015 όποτε και παρουσιάστηκε η προοπτική διεύρυνσης του προγράμματος υπήρξε στην χαμηλότερη τιμή του στο -0,6, από την έναρξη κυκλοφορίας του κοινού νομίσματος. Η φθίνουσα πορεία του πληθωρισμού μπορεί να εξηγηθεί σε σημαντικό βαθμό και από την εκτεταμένη και απότομη πτώση των τιμών της ενέργειας. Όμως είναι σημαντικό και το γεγονός ότι και ο βασικός πληθωρισμός, ο πληθωρισμός άνευ των επιδράσεων των τιμών ενέργειας και ειδών διατροφής, είχε απόκλιση προς τα κάτω σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο. Η ύπαρξη πολύ χαμηλού πληθωρισμού και σε ορισμένες μάλιστα περιπτώσεις αρνητικού πληθωρισμού δεν υφίσταται μόνο στην περιφέρεια της Ευρωζώνης, αλλά παρατηρήθηκε και στις χώρες του πυρήνα της Ευρωζώνης, με διαφορές ανάμεσα στις δύο κατηγορίες χωρών να υποδηλώνουν λιγότερο την τάση και περισσότερο το μέγεθος των αποκλίσεων. Η καθοδική πορεία του πληθωρισμού, όσον αφορά τις χώρες του πυρήνα συνεπάγεται με μεγαλύτερο αποπληθωρισμό για την περιφέρεια, στο πλαίσιο προσαρμογής των σχετικών τιμών. Ο Μ. Ντραγκί, όταν τεκμηρίωσε την απόφαση που έλαβε το ΔΣ της ΕΚΤ τον Ιανουάριο 2015, έκανε ανάλυση των μακροοικονομικών αλλά και νομισματικών δεδομένων στην Ευρωζώνη (Draghi, 2015).

Επικεντρώθηκε στην απότομη πτώση των τιμών του πετρελαίου στον πληθωρισμό και στη πιθανότητα αυτή να οδηγήσει σε δευτερογενείς πτωτικές επιδράσεις στους μισθούς και τις τιμές, και κατ' επέκταση, σε μείωση των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών. Ακόμα έκανε αναφορά στον χαμηλό ρυθμό μεγέθυνσης της Ευρωζώνης και στην περιορισμένη βελτίωση της προσφοράς και ζήτησης πιστώσεων, πράγμα το οποίο συνεπάγεται συνεχιζόμενη απομόχλευση στην οποία βρίσκονται ο δημόσιος ή/και ο ιδιωτικός τομέας. Θεωρώντας δεδομένο ότι το επιτόκιο πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης περιορίστηκε στο 0,05% το Σεπτέμβριο 2014, η αναστολή της πτωτικής πορείας του πληθωρισμού, η τόνωση των επενδύσεων και ο περιορισμός του παραγωγικού κενού, δικαιολογούσαν κατά τον κεντρικό τραπεζίτη να λάβει αυτή την απόφαση από πλευράς ΕΚΤ για περαιτέρω χαλάρωση της ασκούμενης νομισματικής πολιτικής, μέσω ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.

Η πρόθεση της ΕΚΤ είναι προφανής ώστε να μπορέσει να αντιστρέψει τον πολύ χαμηλό και για ορισμένους μήνες αρνητικό ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού, κάτι βέβαια που με μια πρώτη μάτια μπορεί να προξενεί απορίες. Ο περιορισμός του γενικού επιπέδου των τιμών προκαλεί αύξηση της αγοραστικής δύναμης και, μέσω της επίδρασης στο πραγματικό επιτόκιο, αύξηση της αξίας της αποταμίευσης. Συνεπώς πώς τεκμηριώνεται, η σκοπιμότητα της ΕΚΤ να περιορίσει αυτή την πτωτική πορεία του πληθωρισμού;

Έτσι σε ένα πρώτο επίπεδο οι διαπιστώσεις αυτές δείχνουν να αμφισβητούν τη σκοπιμότητα της σχετικής παρέμβασης της ΕΚΤ. Εντούτοις, η ανακοπή της καθοδικής τροχιάς του πληθωρισμού στηριζόταν σε σημαντικό βαθμό θεωρητικές αναλύσεις, τόσο μακροοικονομικές, όσο και στην οικονομική συγκυρία με την όποια ήταν αντιμέτωπη η Ευρωζώνη. Ειδικότερα, μία παρατεταμένη περίοδος πολύ χαμηλού ρυθμού πληθωρισμού είναι πιθανόν να προκαλέσει αρνητικές επιδράσεις. Περιορισμό της τρέχουσας κατανάλωσης, λόγω των χαμηλών πληθωριστικών προσδοκιών. Την στιγμή, που οι καταναλωτές διακρίνουν ότι το επίπεδο τιμών μειώνεται, τότε έχουν κίνητρο να αυξήσουν την αποταμίευση, δηλαδή τη μελλοντική κατανάλωση, όταν για την απόκτηση της ίδιας ποσότητας αγαθών, θα έχουν τη δυνατότητα στο μέλλον να δαπανούν λιγότερες χρηματικές μονάδες. Η μείωση της

παρούσας κατανάλωσης προκαλεί περιορισμό της ζήτησης και κατά συνέπεια του ρυθμού μεγέθυνσης της οικονομίας. Η τάση αυτή είναι δυσκολότερο να μεταβληθεί, όσο το ονομαστικό επιτόκιο αγγίζει το μηδέν, εφόσον καθίσταται δυσχερέστερη η περαιτέρω μείωση του ονομαστικού, και κατ' επέκταση του πραγματικού επιτοκίου, που θα συντελούσε στην αναβολή της αποταμίευσης.

Έτσι προκύπτει επέρχεται περιορισμός της επένδυσης επειδή διογκώθηκε το πραγματικό επιτόκιο και ως αποτελέσματα αυτού, περιορίστηκε η προσδοκώμενη απόδοση των επενδυτικών σχεδίων. Όπως βέβαια και στην πρώτη περίπτωση, όταν το ονομαστικό επιτόκιο τίνει στο μηδέν, τότε είναι πιο δύσκολη η αντιστροφή της μειούμενης τάσης της επένδυσης. Επομένως, κάτω από συνθήκες αποπληθωρισμού και μηδενικού ονομαστικού επιτοκίου, είναι πιθανόν να προκύψει ανισορροπίας μεταξύ επένδυσης και αποταμίευσης, κατάσταση στην οποία δεν μπορεί να επιδράσει το ονομαστικό επιτόκιο.

Στην περίπτωση εμφάνισης αποπληθωρισμού ο οποίος προκύπτει από την αρνητική διαταραχή από πλευράς ζήτησης, είναι πιθανό να προκύψει ύφεση και αποτέλεσμα αυτού να είναι η αύξηση της ανεργίας, κατάσταση που θα έχει επίπτωση στο χρέος, στοιχείο που θα κάνει την αποπληρωμή του δυσκολότερη.

Ακόμα είναι πιθανόν να προκαλέσει μεγαλύτερη αύξηση του ρυθμού μείωσης των τιμών των περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με τον ρυθμό μείωσης του γενικού επιπέδου των τιμών, θα προκαλέσει αλλοίωση στην αξία των ενέχυρων των οφειλετών και θα προκαλέσει πολλαπλασιαστικές αρνητικές επιδράσεις, με την πιθανότητα χρεοκοπίας από την πλευρά των νοικοκυριών, επιχειρήσεων και κυβέρνησης να αυξάνεται παράλληλα. Συνεπώς, δυσχέρεια εξωτερικής προσαρμογής των οικονομιών που παρουσιάζουν ελλείμματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς η βελτίωση των σχετικών τιμών έχει ανάγκη από μεγάλη μείωση του πληθωρισμού για τις ελλειμματικές χώρες (Claeys *et al.*, 2014). Επίσης, όπως θα πρόκυψη και αύξηση της ανεργίας, λόγω μείωσης των ονομαστικών μισθών. Στην κατάσταση που η οικονομία μπαίνει σε ύφεση και ο πληθωρισμός προχωράει με μειωμένους ρυθμούς, η επιστροφή στο προϊόν πλήρους απασχόλησης έχει επιπτώσεις στην μείωση των ονομαστικών μισθών, με σκοπό τον περιορισμό της ζήτησης για εργασία από την πλευρά των επιχειρήσεων.

Αρκετές από τις παραπάνω αντιδράσεις είναι ανατροφοδοτούμενες. Ο περιορισμός του ρυθμού μεγέθυνσης του συνολικού προϊόντος διογκώνει το λόγο (δημόσιου και ιδιωτικού) χρέους προς το ΑΕΠ και επιμηκύνει τη διαδικασία απομόχλευσης των ισολογισμών, προκαλώντας αναστολή με αυτό τον τρόπο εκ νέου την τόνωση της συνολικής κατανάλωσης και της επένδυσης. Σε σχέση, με τη διόρθωση των εξωτερικών ανισορροπιών εντός της ΟΝΕ, ένας αρκετά χαμηλός πληθωρισμός στις πλεονασματικές χώρες προκαλεί, ακόμα σημαντικότερο και παρατεταμένο αποπληθωρισμό στις ελλειμματικές οικονομίες, ο οποίος με τη σειρά προκαλεί μεγέθυνση των παραπάνω επιδράσεων.

Η απόφαση της εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, προσδιορίζεται από ισχυρή θεωρητική εγκυρότητα, δεδομένης της μακροοικονομικής συγκυρίας στην Ευρωζώνη. Σύμφωνα με την λογική του προγράμματος, η ποσοτική χαλάρωση αποτελεί ένα μη συμβατικό μέτρο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Η Κεντρική Τράπεζα καταφεύγει σε αυτό, όταν, έχοντας περιορίσει σχεδόν στο μηδέν το βασικό επιτόκιο πολιτικής, εξακολουθεί να απέχει από την εκπλήρωση του στόχου της είτε αυτός αφορά τη σταθεροποίηση του πληθωρισμού σε συγκεκριμένη τιμή (ή διάστημα τιμών) είτε εμπεριέχει τη σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας. Με την άσκηση της ποσοτικής χαλάρωσης, η Κεντρική Τράπεζα παράγει χρήμα και αγοράζει τοκοφόρα περιουσιακά στοιχεία προσφέροντας με αυτό τον τρόπο πρόσθετη ρευστότητα στην οικονομία. Συνεπώς, πρόκειται για μία πολιτική ενεργητικής χρήσης ως προς τον ισολογισμό της Κεντρικής Τράπεζας. Θεωρητικά, η ποσοτική χαλάρωση επιδρά στην οικονομική δραστηριότητα μέσα από διάφορα κανάλια διανομής του νέου χρήματος (Claeys et al., 2014).

3.2 Εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του προγράμματος

Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια προσπάθεια προσδιορισμού και ανάλυσης των εκτιμήσεων σε σχέση με την αποτελεσματικότητα του προγράμματος, ποσοτικής χαλάρωσης που ανακοινώθηκε το 2015, στην βάση των θεωρητικών διατυπώσεων, που υλοποιήθηκε στην προηγούμενη ενότητα και της αποτύπωσης της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας στην Ευρωζώνη.

Η εκτίμηση των επιδράσεων ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης στις μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές μεταβλητές προσδιορίζεται από αρκετές

δυσκολίες, και αυτό διότι οι μεταβλητές που εμπλέκονται είναι αναγκαίο να μελετηθούν στο πλαίσιο υποθετικών εξελίξεων, κατά το σενάριο μη διενέργειας ποσοτικής χαλάρωσης από την πλευρά της Κεντρικής Τράπεζας. Τα εμπόδια για την εκτίμηση των επιδράσεων της ποσοτικής χαλάρωσης, είναι μεγαλύτερα με τον πληθωρισμό αλλά και την ανεργία είναι από τα σημαντικότερα, λόγω της επίδρασης της υστέρησης που δέχονται οι μεταβλητές αυτές σε παρεμβάσεις πολιτικής καθώς και της απομόνωσης των επιδράσεων άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών.

Σε σχέση με τον πληθωρισμό, τα προσδοκώμενα αποτελέσματα δεν πλησιάζουν του στόχους που είχε θέση η ΕΚΤ. Την περίοδο έναρξης η εφαρμογή του προγράμματος (Μάρτιος 2015), ο ρυθμός πληθωρισμού βρισκόταν στο -0,1%, ενώ στο διάστημα των 19 μηνών (Ιανουάριος 2015 - Ιούλιος 2016) ο πληθωρισμός κατέγραψε αρνητικό ρυθμό μεταβολής σε αυτό το επτάμηνο, με την τελευταία αρνητική τιμή να καταγράφεται το Μάιο 2016. Ακόμα, ο βασικός πληθωρισμός κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα, και αυτό διότι υπάρχει επίδραση που ασκεί στον πληθωρισμό η φθίνουσα πορεία των τιμών ενέργειας και ειδών διατροφής, δίχως, ωστόσο, αυτό να συνέβαλε στο να προσεγγιστεί σε ικανοποιητικό βαθμό η τιμή-στόχο. Ειδικότερα, για εκείνη την περίοδο, η μεγαλύτερη τιμή το Μάρτιο του 2016 έφτασε το 1%, ενώ ο μέσος όρος της περιόδου ήταν κοντά στο 0,8%.

Ως προς τις πληθωριστικές προσδοκίες, οι τάσεις αποκλίνουν ανάμεσα στις δυο μετρήσεις στις οποίες γίνεται χρήση για τη μέτρησή τους. Από τα στοιχεία, έτσι όπως προκύπτουν από ερευνητικές προσπάθειες μεταξύ εξειδικευμένων φορέων διενέργειας προβλέψεων, διακρίνεται σταθερότητα που ήταν αξιοσημείωτη, με τις προβλέψεις μάλιστα σε βάθος πενταετίας να είναι ανάμεσα στο 1,8% έως 2% για το σύνολο της περιόδου από το πρώτο τρίμηνο του 2011 μέχρι και το δεύτερο τρίμηνο του 2016. Για την ίδια περίοδο, οι προβλέψεις σε βάθος διετίας ήταν λίγο χαμηλότερα, ενώ καταγράφεται άνοδος ύστερα από το πρώτο τρίμηνο του 2015, οπότε άρχισε η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.

Οι προσδοκίες των φορέων πως η ΕΚΤ θα μπορέσει μέσα σε μια πενταετία να επαναφέρει τον πληθωρισμό σε επιθυμητό επίπεδο εμφανίζεται σταθερή, χωρίς, να έχει επιρροές από την απόφαση διενέργειας του προγράμματος. Η εικόνα διαφέρει στην περίπτωση των πληθωριστικών προσδοκιών που στηρίζονται σε δείκτες της αγοράς, με τη σχετική τάση να βρίσκεται σταθερά κάτω από την αντίστοιχη της πρώτης μεθόδου (ECB, 2016c, σελ. 29).

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι Demertzis and Wolff (2016), μέρος αυτής της απόκλισης είναι εφικτό να χρεωθεί στο ότι τα ασφάλιστρα κινδύνου σχετίζονται με τον πληθωρισμό, ενώ γίνεται παράλληλη αναφορά στο πως η παρατεταμένη απόκλιση μεταξύ των δύο, λειτουργεί σαν τεκμήριο αυξημένης αβεβαιότητας αλλά και περιορισμού της εμπιστοσύνης. Το ονομαστικό ΑΕΠ έχει σταθερά θετικό ρυθμό μεταβολής από το δεύτερο τρίμηνο του 2013, στερείται, εντούτοις, της απαιτούμενης δυναμικής.

Όπως υποστηρίζεται για το πρώτο τρίμηνο του 2015, όπου και έγινε η ανακοίνωση για το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, διακρίνοταν μία μικρή ώθηση, σε σχέση με το ρυθμό μεταβολής να κορυφώνεται στο τέταρτο τρίμηνο του ίδιου έτους (3,5%), και στην συνέχεια υποχώρησε στο 2,8% στο δεύτερο τρίμηνο του 2016. Περαιτέρω, ως προς τη συμβολή των συνιστωσών της συνολικής ζήτησης στο ρυθμό ανάπτυξης του ονομαστικού ΑΕΠ, τόσο η κατανάλωση όσο και οι εξαγωγές αναφέρονται από τους σημαντικότερους μοχλούς ώθησης. Ακόμα, ιδιαίτερη αιτία προβληματισμού αποτελεί η υποτονική συμβολή των επενδύσεων, εφόσον πρόκειται για τη σημαντικότερη συνιστώσα της συνολικής ζήτησης σε όρους αύξησης της απασχόλησης. Άλλωστε, η συντήρηση της ανόδου του πληθωρισμού κοντά στο 2% προϋποθέτει κατά συνέπεια τη μείωση της ανεργίας. Η διαφορά ανάμεσα στις δύο μεταβλητές παραμένει μεγάλη για ένα σημαντικό αριθμό χωρών της Ευρωζώνης.

Στο δίκτυο μετάδοσης της ποσοτικής χαλάρωσης, ως θετική είναι πιθανόν να υπολογιστεί η αύξηση του χρήματος υπό την ευρεία έννοια (M3), καθώς αυτή όπως αναφέρεται κυρίως από τις περισσότερες ρευστές συνιστώσες του, με την στενή έννοια χρήμα (M1) να υπολογίζει την ανοδική, αν και επιβραδυνόμενη τους τελευταίους μήνες, πορεία. Η συγκεκριμένη διαδικασία αποτελεί μέσο υλοποίησης των στόχων ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Ακόμα, ανοδική είναι η πορεία του ρυθμού χορήγησης πιστώσεων προς τα νοικοκυριά, ενώ σε ότι αφορά τις επιχειρήσεις του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα, έπειτα από μια αρκετά μεγάλη χρονική περίοδο, καταγράφεται δυναμική ανάκαμψη, ακόμη και από τους πρώτους μήνες του 2016. Παρόλα αυτά, δεν είναι καθαρή η εικόνα σε σχέση με την συμβολή της ποσοτικής χαλάρωσης σε σχέση με αυτή την διάσταση. Όσον αφορά την

επίδραση της ποσοτικής χαλάρωσης στις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, αναφέρεται στις περισσότερες περιπτώσεις η μεταβολή τους κατά την ημερομηνία έναρξης του προγράμματος (Den Haan, 2016, σελ. 6-7), εκτός εάν οι αγορές αναμένουν ανακοινώσεις από την Κεντρική Τράπεζα, οπότε και προεξοφλούν τα αποτελέσματά της. Συνεπώς στην περίπτωση της Ευρωζώνης, για την πτωτική πορεία των αποδόσεων στα δεκαετή κυβερνητικά ομόλογα, κυρίως σε αυτά που αφορούσαν τις χώρες της περιφέρειας καταλυτική ήταν η αναφορά του τότε κεντρικού τραπεζίτη στις 26 Ιουλίου 2012 πως θα κάνει ό,τι είναι αναγκαίο για να μην κατάρρευση το ευρώ. Εφ' εξής και ύστερα, οι αποδόσεις των εν λόγω χρεογράφων έχουν σταθερά καθοδική τροχιά, με μια μικρή εξαίρεση το δεύτερο τρίμηνο του 2015, σύμφωνα με το οποίο εντάχθηκαν οι ανησυχίες των αγορών, λόγω αναζωπύρωσης της ελληνικής κρίσης. Επιπλέον, η ανακοίνωση του διευρυμένου προγράμματος αγοράς τίτλων δεν δείχνει να έχει επηρεάσει τις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων, οι οποίες, κυμαίνονταν ήδη σε χαμηλά επίπεδα.

Αποτέλεσμα αυτού, η συναλλαγματική ισοτιμία, η ανακοίνωση πρόθεσης, πιθανότατα και η προσδοκία αυτής της ΕΚΤ περί διεύρυνσης του προγράμματος αγοράς τίτλων, δείχνει να έχει επίπτωση στο απαιτούμενο αποτέλεσμα, καθώς από το τέλος του 2014, η ισοτιμία του ευρώ σε σχέση με το δολάριο κατέγραψε σημαντική και διατηρήσιμη πτώση. Στην συγκεκριμένη εξέλιξη συντέλεσε και η αύξηση του βασικού επιτοκίου πολιτικής από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, προκαλώντας την εκροή κεφαλαίων από την Ευρωζώνη και διεγείροντας, με αυτό τον τρόπο τις πτωτικές πιέσεις έναντι του ευρώ.

Τα παραπάνω στοιχεία αποτυπώνουν την εικόνα πως το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ έχει βοηθήσει σε σημαντικό βαθμό στη σταθεροποίηση της οικονομικής ανάκαμψης στην Ευρωζώνη, μέσω της καλυτέρευσης των συγκεκριμένων οικονομικών μεγεθών. Παρ' όλα αυτά, ο ρυθμός πληθωρισμού ήταν καθηλωμένος σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Η ΕΚΤ στην προσπάθειά της να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα και να αποδώσει στον πληθωρισμό την αναμενόμενη δυναμική, κάτι που προσκρούει στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης. Στην Ευρωζώνη οι επιδράσεις της ποσοτικής χαλάρωσης στις επενδυτικές αποφάσεις είχε κατεύθυνση κυρίως μέσω του τραπεζικού συστήματος και λιγότερο μέσω συναλλαγών στις αγορές κεφαλαίων όπως τα εταιρικά ομόλογα ή τα ίδια κεφάλαια. Η συγκεκριμένη δομή προκαλεί έναν μεγαλύτερο περιορισμό σε

σχέση με τη λειτουργία της ανακατανομής χαρτοφυλακίου από ότι ισχύει, όπως για παράδειγμα, στις ΗΠΑ, όπου οι αγορές έχουν αφ' ενός σημαντικότερη συμβολή στην χρηματοδότηση και, αφ' ετέρου, συχνότερη χρήση από ένα μεγαλύτερο μερίδιο των οικονομικών δρώντων.

Έτσι προκύπτει ένα ακόμα ζήτημα ακόμα σε ότι έχει να κάνει με την τραπεζοκεντρική διάρθρωση της οικονομίας της Ευρωζώνης, το οποίο είναι το κατά πόσο βρίσκονται σε θέση οι τράπεζες να χρησιμοποιήσουν την πρόσθετη ρευστότητα για την χρηματοδότηση της ιδιωτικής επένδυσης και συνολικότερα της ευρωπαϊκής οικονομίας. Ως προς το ζήτημα της προσφοράς πιστώσεων, η κρίση του 2008 και η κρίση χρέους στην Ευρωζώνη άφησαν πίσω τους σημαντικό βάρος σε όρους αυξημένου όγκου μη εξυπηρετούμενων δανείων, με το ζήτημα να είναι από τα σημαντικότερα στο σύνολο των οικονομιών της Ευρωζώνης. Και αυτό διότι τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια στέκονται εναντία στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, όπως και το ότι περιορίζουν την κερδοφορία τους και δεσμεύουν κεφάλαια που υπό προϋποθέσεις, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στην πραγματική οικονομία. Σε ό,τι αφορά τη ζήτηση των πιστώσεων, και παρ' όλο το προορισμό της μείωση του κόστους δανεισμού, οι επιχειρήσεις είναι ακόμη σε θέση να αναλάβουν επενδυτικά σχέδια. Το συσσωρευμένο χρέος, καταγράφει μικρή υποχώρηση σε σύγκριση με τα επίπεδα 2008 και λειτουργεί αποτρεπτικά στις αποφάσεις και ειδικότερα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις η χρηματοδότηση των οποίων πηγάζει κυρίως από τις τράπεζες (ECB, 2016a, σελ. 14).

Όπως φαίνεται ο σχεδιασμός του προγράμματος υπονοούσε, ότι τα ομόλογα του δημόσιου τομέα, και ειδικότερα αυτά των κεντρικών κυβερνήσεων, θα απορροφήσουν το σημαντικότερο μέρος των αγορών του Ευρωσυστήματος. Θεωρητικά ανέφερε ότι η αγορά κυβερνητικών ομολόγων μπορεί να επιφέρει περιορισμό του κόστους δανεισμού της κυβέρνησης, το μέγεθος της οποίας συναρτάται θετικά από τη διάρκεια αυτών των τίτλων και την σκοπιμότητα της Κεντρικής Τράπεζας να τους διατηρήσει στο ενεργητικό της, μέχρι την ημερομηνία ωρίμανσης (Karoo, 2015).

Ακόμα, η μείωση στο κόστος δανεισμού προσφέρει μεγαλύτερο περιθώριο στην κυβέρνηση να ασκήσει υποστηρικτική δημοσιονομική πολιτική και ωθεί τους επενδυτές προς αναζήτηση περισσότερο ελκυστικών τίτλων. Η συγκυριακά όμως και

διαρθρωτικά χαρακτηριστικά της Ευρωζώνης, συντέλεσαν στην αύξηση της δυσκολίας σε σχέση με την μεγιστοποίηση των ωφελειών που ανακύπτουν από την αγορά της εν λόγω κατηγορίας χρεογράφων. Άρα σε ότι έχει να κάνει με την χρονική περίοδο και τα συγκυριακά στοιχεία, το πρώτο που είναι αναγκαίο να αναφερθεί είναι πως οι αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων των περισσότερων χωρών, εξαιρουμένης της χώρας μας, την Ευρωζώνη έχουν ήδη περιοριστεί σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Συνεπώς, η διαταραχή με θετικές επιπτώσεις που θα μπορούσε να προκαλέσει η νομισματική χαλάρωση της ΕΚΤ είναι σε σημαντικό βαθμό περιορισμένη. Το δεύτερο συγκυριακό στοιχείο, είναι η πολύ περιορισμένη προσφορά και ζήτηση πιστώσεων, η οποία καθιστά ανέφικτη την ευνοϊκή επίδραση από την ανακατανομή χαρτοφυλακίου των επενδυτών προς τίτλους με υψηλότερη απόδοση αλλά και τη περιορισμένη διάρκεια.

Στα δομικά στοιχεία, διακρίνονται δυο παράγοντες. Ο πρώτος παράγοντας συνδέεται με τους περιορισμούς που περιγράφονται από τους κανόνες δημοσιονομικής διακυβέρνησης στην ΟΝΕ, οι οποίοι απαγορεύουν στις κυβερνήσεις να εκμεταλλευτούν τα ευνοϊκά επιτόκια με τα οποία δανείζονται, με στόχο να προχωρήσουν σε τόνωση της δημόσιας επένδυσης, αναπληρώνοντας, κατ' ουσία, το επενδυτικό έλλειμμα που προκύπτει από την έλλειψη ιδιωτικής επενδυτικής διάθεσης. Ο δεύτερος παράγοντας σχετίζεται με τη χαμηλού βαθμού ολοκλήρωση που διακρίνεται στις αγορές κεφαλαίων και στις οικονομίες της Ευρωζώνης, η οποία περιορίζει την αναλογική της επιπλέον ρευστότητας αύξηση στις τοποθετήσεις υψηλότερου ρίσκου και περιορισμένης διάρκειας (Καρού, 2015).

Συμπερασματικά θα μπορούσα να αναφέρουμε ότι οι ευνοϊκές συνθήκες που πιθανόν να δημιουργήσει η διοχέτευση πρόσθετης ρευστότητας από την ΕΚΤ, είναι αρκετά δύσκολο να αξιοποιηθούν στο μέγιστο επιθυμητό βαθμό, χαρακτηριστικό που συμβάλει σε μεγάλο βαθμό ώστε η επάνοδος του ρυθμού μεγέθυνσης και του πληθωρισμού σε επιθυμητά επίπεδα, να καθυστερεί. Ωστόσο όσον αφορά στην επίδραση στον πληθωρισμό μέσω της υποτίμησης του ευρώ, τρεις είναι οι βασικοί παράγοντες που προσφέρουν σημαντικό περιθώριο αισιοδοξίας.

Ο πρώτος παράγοντας, είναι δομικής φύσεως και σχετίζεται με το γεγονός πως η Ευρωζώνη αποτελεί μια σημαντικού μεγέθους οικονομία. Κάτι που σημαίνει

πως κάθε δεδομένο επίπεδο υποτίμησης, προκαλεί περιορισμένες επιπτώσεις στην τιμή των εισαγωγών, συγκριτικά με ότι θα ίσχυε για μία μικρή και ανοικτή οικονομία, μία οικονομία, με άλλα λόγια, στην οποία το ποσοστό των εισαγωγών στο ΑΕΠ θα ήταν αρκετά μεγαλύτερο. Ταυτόχρονα και για τον ίδιο ακριβώς λόγο, η δευτερογενής επίδραση στον πληθωρισμό μίας αύξησης των εξαγωγών, από την υποτίμηση του νομίσματος, δεν μπορεί παρά να είναι σχετικώς περιορισμένη, συνυπολογίζοντας το πολύ υψηλό αρνητικό παραγωγικό κενό που προκύπτει στην Ευρωζώνη.

Ο δεύτερος παράγοντας, σχετίζεται σε σημαντικό βαθμό με την προεξόφληση της ποσοτικής χαλάρωσης από την πλευρά των επενδυτών. Άξιο αναφοράς είναι ότι λίγες εβδομάδες πριν από την ημερομηνία ανακοίνωσης της εφαρμογής του προγράμματος, το ευρώ είχε μπει σε τροχιά υποτίμησης σε σχέση με τα σημαντικότερα νομίσματα. Η απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας της Ελβετίας να διαχωρίσει τη μέχρι πρότινος σταθερή ισοτιμία του ελβετικού φράγκου με το ευρώ, την προεξόφληση αυτήν προσδιορίζει. Εξαιτίας του χαμηλού πληθωρισμού για εκείνη τη περίοδο στη ζώνη του ευρώ, η ΕΚΤ έχει σε σημαντικό βαθμό καταφέρει το πλεονέκτημα της έκπληξης, καθώς οι επενδυτές είχαν προεξοφλήσει την συγκεκριμένη απόφαση του Ιανουαρίου 2015.

Ο τρίτος παράγοντας, που θα πρέπει να συνυπολογιστεί είναι η πιθανή επίδραση της υποτίμησης, οι αντιδράσεις των Κεντρικών Τραπεζών των υπόλοιπων ανεπτυγμένων και αναδύομενων οικονομιών του πλανήτη. Θα μπορούσε, να συνυπολογιστεί το ενδεχόμενο αντίδρασης από τις άλλες Κεντρικές Τράπεζες, προκειμένου ώστε να αποφευχθεί η εκ της υποτίμησης του ευρώ απώλεια της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών τους.

Έτσι η άνοδος των πληθωριστικών προσδοκιών αφορά την πιο κρίσιμη προϋπόθεση για την επιτυχή υλοποίηση των στόχων που έθετε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης. Η ΕΚΤ ήταν αναγκαίο να πείσει ότι αλλάζει το συντηρητικό πλαίσιο που ακολουθούσε μέχρι τότε και να προχωρήσει με επιμονή το στόχο ανάκαμψης του πληθωρισμού. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο νομπελίστας οικονομολόγος Paul Krugman (1998) για την αποπληθωριστική εμπειρία της Ιαπωνίας, για μία απόπειρα του Κεντρικού Τραπεζίτη να πείσει την αγορά ότι, πλέον, είναι «ανεύθυνος». Και στο συγκεκριμένο μέτωπο ωστόσο, μια σειρά από εμπόδια δεν προβλέπουν ιδιαίτερη αισιοδοξία. Οι ενέργειες της ΕΚΤ το προηγούμενο χρονικό

διάστημα έχουν χαραχτεί βαθιά στην συνείδηση των αγορών, ότι αποτελεί μια συντηρητική τράπεζα. Χαρακτηριστική είναι η απόφαση της ΕΚΤ για αύξηση του βασικού επιτοκίου πολιτικής το 2011. Ακόμα, ευρέως διαδεδομένη είναι και η πεποίθηση πως η ΕΚΤ καθυστέρησε παρά πολύ να ανακοινώσει το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, στην ουσία της πείρε πέντε χρόνια από την έναρξη της οικονομικής κρίσης, καθώς ο πολύ χαμηλός πληθωρισμός είχε εμφανιστεί από τότε.

Παραδείγματα όπως αυτό της Ιαπωνίας, δείχνουν ότι είναι μείζονος σημασίας η έγκαιρη, αλλά και σε ότι έχει να κάνει με τις νομισματικές παρεμβάσεις της αρχής, πριν μεταβληθούν οι πληθωριστικές προσδοκίες. Αλλά και η άμεση συνάφεια με τα προαναφερθέντα, κάθε φορά που η ΕΚΤ προσπαθεί να προχωρήσει σε μία περισσότερο επεκτατική νομισματική πολιτική, έρχεται αντιμέτωπη με πολιτικούς περιορισμούς και παρεμβάσεις και ειδικότερα από την Γερμανία.

Αποτέλεσμα αυτού το δυσμενές αυτό πολιτικό κλίμα, να παράγει δυσκολία στην προσπάθεια της ΕΚΤ να διαμορφώσει θετική εντύπωση στα οικονομικά υποκείμενα σε σχέση με την πληθωριστική αφοσίωση της. Στο ίδιο πλαίσιο πολιτικών συμβιβασμών ήταν και η απόφαση του ΔΣ της ΕΚΤ για μη καταμερισμό του ρίσκου που αφορά το 80% των αποκτηθέντων χρεογράφων. Άσχετα αν τελικά η απόφαση αυτή πάρθηκε με σκοπό την αποτροπή δημοσιονομικών μεταβιβάσεων, κάνει σαφείς τους πολιτικούς περιορισμούς, που είναι παρόντες στην ΕΚΤ και την αναπόφευκτη προσφυγή σε συμβιβασμούς, που πιθανόν να αποτελέσουν πραγματικές λύσεις στα οικονομικά ζητήματα που προκύπτουν.

Επιστρέφοντας στο ζήτημα και την απόφαση που αφορούσε το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης του 2015 η απόφαση που ελήφθη περί διεύρυνσης του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ, θα πρέπει μάλλον να περιγράφει με μεγαλύτερη σκεπτικότητα και με λιγότερο ενθουσιασμό, στο βαθμό που συνδέεται με το σκεπτικό της αύξησης του πληθωρισμού. Αφορά μία αναγκαία συνθήκη αλλά όχι και τόσο ικανή για την άνοδο των πληθωριστικών προσδοκιών καθώς και για την αύξηση της μεγέθυνσης. Ακόμα μια σειρά από συγκυριακούς, δομικούς και πολιτικούς παράγοντες λειτουργούν ανασταλτικά στην προσπάθεια της ΕΚΤ να χαράξει διαδρόμους μετάδοσης των αποφάσεών της προς την πραγματική οικονομία. Δεδομένων των συγκεκριμένων περιορισμών αλλά και των αναπόφευκτων συμβιβασμών που προκύπτουν, είναι αξιέπαινες οι πρωτοβουλίες της ΕΚΤ να

μεγιστοποιήσει και να ενεργοποιήσει την επίδραση της νομισματικής πολιτικής.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ ήταν επιτακτικό τη δεδομένη χρονική περίοδο, αλλά όχι και τόσο ικανή συνθήκη αντιμετώπισης της παγίδας του για μεγάλο χρονικό διάστημα και πολύ χαμηλού και ίσως αρνητικού πληθωρισμού. Αποτελούσε μια παρέμβαση που επικεντρωνόταν στην τόνωση της ζήτησης η οποία εξακολουθεί σε μεγάλο βαθμό να επιφορτίζεται από τις χρόνιες επιπτώσεις της κρίσης του ισολογισμού, με τις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά ή και τις κυβερνήσεις να συνέβαλαν σε αυτή τη φάση απομόχλευσης, με στόχο να περιορίσουν το υπερβάλλον χρέος. Αν, προς χάριν μίας υπόθεσης, δεν συνυπολογίζονταν οι πολιτικοί περιορισμοί και η απόφαση του Κεντρικού Τραπεζίτη και λαμβανόταν αποκλειστικώς στην βάση μακροοικονομικών κριτηρίων, πιθανόν να διαμορφωνόταν ένα πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης πιο γρήγορα, με μεγαλύτερο ρίσκο και με παρεμβάσεις ασύμμετρες προς τις περιφερειακές οικονομίες της Ευρωζώνης. Άλλωστε, προς την κατεύθυνση ανάληψης μεγαλύτερου ρίσκου και καλύτερης χρηματοδότησης της ιδιωτικής επένδυσης μπορούσε να συμπεριλήφθη και μια απόφαση προσθήκης στο πρόγραμμα των εταιρικών ομολόγων.

Η ασυμμετρία ως προς την περιφέρεια και την κατεύθυνση του προγράμματος προάγεται η λογική που θέλει τις χώρες αυτές να αντιμετωπίζουν εντονότερο το φάσμα του αποπληθωρισμού ενώ παράλληλα διαθέτουν το υψηλότερο δημόσιο χρέος, έτσι το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης και των νομισματικών επεκτάσεων να το έχουν μεγαλύτερη ανάγκη. Εκείνη την περίοδο στο δημόσιο διάλογο ακούγεται πιο έντονα η άποψη πως η Ευρωζώνη έχει μπει σε μία κατάσταση που περιγράφεται με τον όρο *μεταλλαγμένη σε κανονική στασιμότητα (secular stagnation)*. Στο ορό αυτό γίνεται χρήση ώστε να μπορέσει να αποδοθεί μία κατάσταση κατά την οποία το πραγματικό επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο πλήρους απασχόλησης, δηλαδή το επιτόκιο που εξισώνει την αποταμίευση με την επένδυση. Η δυσκαμψία του πραγματικού επιτοκίου που πηγαίνει προς τα κάτω είναι πιθανότερη όταν το ονομαστικό επιτόκιο τείνει προς το μηδέν, κατάσταση που αναφέρεται ως παγίδα ρευστότητας. Σύμφωνα με μία διαφορετική διατύπωση, η *μεταλλαγμένη σε κανονική στασιμότητα* παρουσιάζεται ένα δυσεπίλυτο τρίλημμα για τη συμβατική νομισματική πολιτική, σε όρους ταυτόχρονης επίτευξης πλήρους απασχόλησης, ικανοποιητικού

ρυθμού μεγέθυνσης καθώς και χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Ως πρόταση πολιτικής παρέμβασης που θα μπορούσε να αντιμετωπίσει ορισμένες από τις αιτίες της στρεβλής κατάστασης στην Ευρωζώνη συνδέεται με την συντονισμένη άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Περιγράφει την περίπτωση της νομισματικής χρηματοδότησης του χρέους, γνωστή από τον Milton Friedman και ως *ρίψη χρήματος από το ελικόπτερο (Helicopter Money)*. Χαρακτηριστικά αυτή ανέφερε ότι η Κεντρική Τράπεζα εκδίδει χρήμα και κάνει χρήση του με σκοπό την αγορά κυβερνητικών ομόλογα με μηδενικό επιτόκιο που εκδίδει η δημοσιονομική αρχή. Παρόλα αυτά, δεσμεύεται όμως ότι θα συντηρεί στο διηνεκές τα συγκεκριμένα ομόλογα στο ενεργητικό της, ώστε να υπολογίζονται κατ' ουσία ως ενεργητικό για την κάτοχο, αλλά όχι ως παθητικό για τον εκδότη. Ο συντονισμός αυτός ανάμεσα στη δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, επαναπαύει τον κυβερνητικό εισοδηματικό περιορισμό κατά το βαθμό αύξησης της νομισματικής βάσης, δηλαδή δεν επιτρέπει την αύξηση του δημόσιου χρέους και άρα προκαλεί τόνωση της κατανάλωσης και την επένδυση, ακόμα και με την υπόθεση ύπαρξης ρικαρδιανών καταναλωτών. Η αύξηση της τιμής στόχο που σχετίζεται με τον πληθωρισμό αποτελεί μία διαφορετική επιλογή πολιτικής, η οποία έχει ως αποτέλεσμα να αλλάζουν οι πληθωριστικές προσδοκίες και ως εκ τούτου να περιοριστούν τα πραγματικά επιτόκια (Blanchard, 2010).

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η απόφαση της ΕΚΤ αν δεν είχε τις σταβλίσεις και αγκυλώσεις που αναφέραμε στην ενότητα αυτή, θα μπορούσε να αποτελέσει «ανάσα» για αρκετές οικονομίες τα ευρωζώνης και αυτό διότι συντελέσει στη διατήρηση των αποδόσεων των κυβερνητικών ομολόγων σε χαμηλά επίπεδα, θα συνέβαλε στην τόνωση της ρευστότητας των τραπεζών και τέλος πρόσφερε τον αναγκαίο χρόνο ώστε να υλοποιηθούν οι αναγκαίες πολιτικές παρεμβείς και αλλαγές. Σε ότι έχει να κάνει με την προσπάθεια αύξησης του πληθωρισμού στα επιθυμητά επίπεδα, διακρίνονται αρκετές δυσκολίες. Οι πρωτοβουλίες πολιτικής της ΕΚΤ είναι μεν συνεπείς με την γνωστή, πλέον, ρήση του πως θα κάνει ότι χρειαστεί, για τη διάσωση του ευρώ. Δεν είναι όμως σίγουρο ότι αυτές οι πρωτοβουλίες είναι οι αρκετές για την επανάκαμψη του πληθωρισμού.

Η ΕΚΤ αποφασίζει ποια κρατικά χρεόγραφα θα αγοράσουν και σε ποια ποσότητα. Στην πραγματικότητα, οι αγορές αυτών των χρεογράφων από την ΕΚΤ

είναι προκατειλημμένες προς εκείνες της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Ιταλίας, της Ισπανίας και των Κάτω Χωρών, οι οποίες αποτελούν σχεδόν το 80% όλων των αγορών βάσει του QE. Αυτή η προκατάληψη έχει επιπτώσεις με άνισο τρόπο στα κατανεμημένα αποτελέσματα μετάδοσης του QE στην πραγματική οικονομία που περιγράφεται παραπάνω. Ακόμα, η απόφαση της ΕΚΤ σε σχέση με την εφαρμογή το QE δεν είχε τη σύμφωνη γνώμη όλων των μελών, οπότε αν κάποια χώρα αθετήσει, στην περίπτωση που μας αφορά η χώρας μας, η ΕΚΤ θα φέρει φορολογικό βάρος έναντι της θέλησης των υπολοίπων χωρών. Η Γερμανία είναι πιθανότερο να αναλάβει την ευθύνη για μεγάλο μέρος των δαπανών, γεγονός που καθιστά δύσκολη για τις χώρες της ΕΕ να οικοδομήσουν πολυεθνική κατανομή κινδύνων με αμοιβαία συναίνεση. Αποτέλεσμα αυτού επί τα προβλήματα κατανομής κινδύνων που συνδέονται με τις στρατηγικές εξόδου της QE να είναι πολύ σημαντικά έως και άλυτα.

3.3 Οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας μετά την ποσοτική χαλάρωση του 2015

Οι πρώτοι μήνες του 2016 σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα δέχτηκε πιέσεις από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, αλλά και την μη συμφωνία ανάμεσα στην κυβέρνηση και του ευρωπαίους για την ολοκλήρωση της αξιολόγησης του μνημονικού προγράμματος η οποία θα έπρεπε να έχει ολοκληρωθεί στα τέλη του προηγούμενου χρόνου. Η μη συμφωνία συντέλεσε στην διακοπή της χρηματοδότησης από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τραπεζα (ΕΚΤ), κάτι που δυσχέρανε τις ταμειακές ροές, συντέλεσε σε αύξηση των ληξιπρόθεσμων οφειλών του δημοσίου και διόγκωσε την αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομίας.

Τα παραπάνω, συνδυαστικά με την κατάσταση που είχε διαμορφωθεί το 2015, και ειδικότερα τον αποκλεισμό των ελληνικών ομολόγων από το πρόγραμμα της ποσοτικής χαλάρωσης που είχε ανακοινωθεί συνέβαλαν στην κάμψη του ΑΕΠ για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο. Αναλυτικότερα, έπειτα από την υποχώρηση του ΑΕΠ σε ετήσια βάση κατά 1,7% και κατά 0,9% αντίστοιχα το γ' και το δ' τρίμηνο του 2015, η οικονομική δραστηριότητα είχε πτωτική τάση και το α' τρίμηνο του 2016, τόσο σε αναλογία με το ίδιο προηγούμενου έτους (-1,4%) όσο και σε σχέση με το προηγούμενου τριμήνου (-0,5%). Παρόλα αυτά, οι αρνητικές επιπτώσεις, όπως η

ύφεση 0,2% για όλο το 2015 ήταν αρκετά ηπιότερη σε σύγκριση με τις προβλέψεις που είχαν γίνει μετά την ανακοίνωση του αποκλεισμού από το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης του 2015.

Η μεγαλύτερη πτώση περιορίστηκε από την βαθμιαία αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης έπειτα από την συμφωνία της 12ης Ιουλίου, κάτι που συνέβαλε σε ηπιότερες επιπτώσεις στην οικονομία από τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων, την ταχεία χαλάρωση των περιορισμών, την σημαντική άνοδος της τουριστικής κίνησης, τη μμεγάλη μείωση των τιμών του πετρελαίου, όπως και την επιτυχή ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών, η οποία υλοποιήθηκε μετά από αυξημένη ιδιωτική συμμετοχή. Συμπερασματικά θα μπορούσαμε ένα πούμε ότι, η ανθεκτικότητα που παρουσίασε η ελληνική οικονομία πρόεκυψε από την εντονότερη δημοσιονομική προσπάθεια μέσω του περιορισμού των δαπανών και της αύξησης των εσόδων κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2015 ήταν τα στοιχεία που βοήθησαν ώστε τα δημοσιονομικά μεγέθη να είναι σε καλύτερα επίπεδα από ότι είχε αρχικά υπολογιστεί.

Αναλυτικότερα, πρόεκυψε πρωτογενές πλεόνασμα σε επίπεδο Γενικής Κυβέρνησης (σε όρους προγράμματος οικονομικής προσαρμογής) ύψους 0,7% του ΑΕΠ το 2015, ενώ ο στόχος για πρωτογενές έλλειμμα ύψους ήταν 0,25% του ΑΕΠ. Η πορεία της οικονομικής δραστηριότητας τους πρώτους μήνες του 2016 δέχτηκε τις επιπτώσεις από την πτώση της ιδιωτικής κατανάλωσης, η οποία επιβαρύνθηκε από τις συσσωρευόμενες, στο τελευταίο τρίμηνο του 2015 και στο πρώτο τρίμηνο του 2016, φορολογικές υποχρεώσεις των νοικοκυριών και καταγράφηκε στη σημαντική επιδείνωση του δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Παράλληλα, σε αυτό το χρονικό διάστημα οι δείκτες επιχειρηματικής εμπιστοσύνης παρουσίασαν μια σχετική στείρότητα, αναμένοντας το κλείσιμο της αξιολόγησης ανάμεσα στην κυβέρνηση και τους δανειστές. Ενώ οι βραχυχρόνιοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας κατέγραφαν μικτή εικόνα. Υπήρξε υποχώρηση των λιανικών πωλήσεων κατά 3,4% και η υστέρηση της βιομηχανικής παραγωγής κατά 0,8% το α' τρίμηνο. Οι εξαγωγές αγαθών το α' τρίμηνο ήταν περιορισμένες, αλλά το ισοζύγιο αγαθών ωφελήθηκε από τη μεγάλη μείωση των τιμών στα καύσινα και τη συρρίκνωση της εγχώριας ζήτησης σε σχέση με τα εισαγόμενα καταναλωτικά προϊόντα.

Μετά την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης πρόεκυψε μια αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και βελτίωση του επενδυτικού κλίματος το δεύτερο εξάμηνο του 2016. Εκτιμήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, για το σύνολο του 2016 προβλέπεται οριακά αρνητικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ -0,3%, καθώς αναμένονται, στο γ' και το δ' τρίμηνο, θετικοί ρυθμοί μεταβολής που θα αντισταθμίσουν εν μέρει το αρνητικό αποτέλεσμα του α' εξαμήνου του έτους.

Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στις επιχειρηματικές επενδύσεις, η ανάκαμψη των οποίων πιθανολογούνταν ότι ήταν εφικτό να συμβάλει και να υποβοηθηθεί από την περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων και την ενίσχυση της πιστοδοτικής ικανότητας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων για τους παρακάτω λόγους:

- πρώτον, διότι διακρίνεται περιορισμός του κόστους δανεισμού τους ως αποτέλεσμα της επανένταξης των ελληνικών κρατικών τίτλων στις αποδεκτές από το Ευρωσύστημα εξασφαλίσεις,
- δεύτερον, την αναμενόμενη συμμετοχή των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις παρεμβάσεις ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ που ανακοινωθήκαν στα μέσα του 2015.
- τρίτον, η ισχυροποίηση του τραπεζικού συστήματος και την απελευθέρωση πόρων και την χρηματοδότηση της οικονομίας που αναμενόταν να προκαλέσουν οι μεταρρυθμίσεις και πρωτοβουλίες που έχουν αναληφθεί για την αντιμετώπιση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των τραπεζών.

Κεφαλαίο 4:Συμπεράσματα

Ως ποσοτική χαλάρωση αναφέρετε η μαζική αγορά κρατικών ομολόγων και άλλων περιουσιακών στοιχείων από την κεντρική τράπεζα. Οι κεντρικές τράπεζες καταφύγουν σε αυτό το μη συμβατικό μετρώ με στόχο την τόνωσης της οικονομίας στην περίπτωση που εξαντλήσουν τα περιθώρια περιορισμού των βασικών επιτοκίων δανεισμού. Σε αυτή την περίπτωση τυπώνετε «φρέσκο» χρήμα το οποίο διατίθεται για αγορές ομολόγων.

Η ποσοτική χαλάρωση συντελεί στην μείωση των επιτοκίων δανεισμού, ωφελώντας τους δανειολήπτες. Η ΕΚΤ με το πρόγραμμα του 2015 πίστευε ότι θα μπορούσε να πυροδοτήσει μια αλυσιδωτή αντίδραση που με την ολοκλήρωση του θα ενισχύσει τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη. Η μαζική ζήτηση για κρατικά ομόλογα που δημιούργησε η κεντρική τράπεζα αυξάνει την τιμή τους και κατά συνέπεια περιόρισε την απόδοσή τους με προφανές δημοσιονομικό όφελος για τα κράτη. Αναζητώντας υψηλότερες αποδόσεις οι επενδυτές οδηγούνται σε πιο ριψοκίνδυνες επενδύσεις, όπως κρατικά ομόλογα χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης, εταιρικά ομόλογα και μετοχές. Οι τράπεζες που διαθέτουν μεγάλο ύψος κρατικών ομολόγων βλέπουν το χαρτοφυλάκιό τους να ενισχύεται, ενώ έχουν και την ευκαιρία να πουλήσουν ομόλογα με κέρδος και απελευθερώνοντας πόρους που μπορούν να κάνουν χρήση για να αυξήσουν τον δανεισμό προς επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Οι δε εταιρείες χάρη στο χαμηλότερο κόστος του χρήματος έχουν τη δυνατότητα να πραγματοποιήσουν επενδύσεις και προσλήψεις προσωπικού. Η αύξηση του δανεισμού προς την πραγματική οικονομία και η αύξηση της απασχόλησης ενισχύουν την κατανάλωση, τον πληθωρισμό και τα εταιρικά κέρδη και τελικά το ΑΕΠ και συνδυαστικά τα φορολογικά έσοδα.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, έπειτα από επτά περίπου χρόνια αποφάσισε να ακολουθήσει το δικό της πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης (QE). Η ΕΚΤ αποφάσισε να ακολουθήσει μια διαφορετική νομισματικής πολιτικής ξεπερνώντας τις αντιρρήσεις του Βερολίνου, το οποίο έχει την άποψη ότι οι μαζικές αγορές κρατικών ομολόγων μετριάζουν την πίεση προς τις κυβερνήσεις ώστε να ακολουθούσουν ένα διαρθρωτικό μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα. Στο σχεδιασμό της ΕΚΤ ήταν τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης να ωφεληθούν σε μεγάλο βαθμό από το φρέσκου χρήματος. Για

την χώρα μας αλλά και για τις άλλες μικρές οικονομίες της Ευρωζώνης τα έμμεσα οφέλη από την ποσοτική χαλάρωση, δεν αναμενόταν να είναι σημαντικά.

Για πολλούς οικονομολόγους το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης ήταν ίσως από τα τελευταία όπλα της ΕΚΤ σε προσπάθειά της ενίσχυσης της οικονομίας και του πληθωρισμού της Ευρωζώνης. Από μια άποψη η ΕΚΤ «διορθώνει» την απόκλιση στο κόστος δανεισμού ανάμεσα στους εταίρους που προκάλεσε η κρίση δημοσίου χρέους της Ευρωζώνης. Οι μαζικές αγορές κρατικών ομολόγων προκαλούν γενικευμένη μείωση του κόστους του χρήματος σε μια οικονομία, αρχικά για το δημόσιο την οποία ακολουθεί και ο ιδιωτικό τομέα.

Ταυτόχρονα με το τύπωμα νέου χρήματος, μέσω του οποίου αγοράζονται τα κρατικά ομόλογα, πρόεκυψε και εξασθένηση του ευρώ που έχει υποχωρήσει στο χαμηλότερο επίπεδο δωδεκαετίας έναντι του δολαρίου. Σημαντικότερο πλεονεκτήματα του προγράμματος που εφάρμοσε ΕΚΤ ήταν ότι δεν είχε ημερομηνία λήξης, αλλά θα ολοκληρωνόταν όταν η ΕΚΤ πίστευε ότι ο πληθωρισμός θα έφτανε στον στόχο του 2%. Ένα σημαντικό μειονέκτημα της ποσοτικής χαλάρωσης ευρωπαϊκού τύπου είναι ότι οι αγορές ομολόγων θα υλοποιούνταν στην βάση του ποσοστού κεφαλαίου που διαθέτε το κάθε κράτος μέλος στην ΕΚΤ κάτι που σαφώς ευνοούσε τις μεγάλες οικονομίες. Όπως και την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των μεγάλων εξαγωγικών οικονομιών της Ευρωζώνης.

Κάτι που στην ουσία έθετε εκτός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης την χώρα μας αλλά και άλλες μικρές οικονομίες, χώρες με τη μεγαλύτερη ανάγκη για τόνωση της οικονομίας τους. Η ΕΚΤ όρισε ότι δεν θα μπορεί να αγοράσει περισσότερο από το 33% από τα κρατικά ομόλογα υπό διαπραγμάτευση των κρατών-μελών της Ευρωζώνης. Αυτομάτως αποκλείεται η Ελλάδα εξαιτίας των κρατικών της ομολόγων που είχε αγοράσει η ΕΚΤ το διάστημα 2011-2012. Η ΕΚΤ υποστηρίζει ότι θέσπισε τον κανόνα του 33% για να μην προκύψουν στρεβλώσεις στην αγορά ομολόγων. Ορισμένοι οικονομολόγοι και αναλυτές αναφέρουν ότι αυτό εμπεριείχε και πολιτικά κίνητρα, δηλαδή να αύξηση την πίεση προς την Ελλάδα για συνέχιση και τήρηση των προγραμμάτων προσαρμογής και μεταρρυθμίσεων.

Στα βασικά χαρακτηριστικά του προγράμματος, εντασσόταν η ανάκαμψη της οικονομίας της Ευρωζώνης, η αξιοπιστία της ΕΚΤ και του προέδρου της Μάριο

Ντράγκι και οι σχέσεις με τη Γερμανία που θα διαμορφώνονταν μέσα από την επιτυχία του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Το πρόγραμμα θα είχε συνολικό μέγεθος του προγράμματος τουλάχιστον 1,1 τρισ. ευρώ ή σε αγορές κρατικών ομολόγων ύψους 60 δισ. ευρώ τον μήνα έως το Σεπτέμβριο του 2016. Αλλά υπήρχαν αναφορές ότι το πρόγραμμα θα ολοκληρωνόταν όταν ο πληθωρισμός θα πλησίαζε το 2% που είναι ο στόχος της ΕΚΤ. Οι αγορές θα αφορούν κατά κύριο λόγο κρατικά ομόλογα χωρών της Ευρωζώνης, αλλά και ομόλογα που έχουν εκδώσει ευρωπαϊκοί θεσμικοί οργανισμοί, όπως η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, συνολικού ύψους περίπου 850 δισ. ευρώ. Οι κεντρικές τράπεζες θα αγοράσουν επίσης ομόλογα του ιδιωτικού τομέα, κυρίως καλυμμένα ομόλογα και δευτερευόντως τιτλοποιημένα δάνεια.

Ο στόχος του προγράμματος ήταν διπλός από την μια να ενισχυθεί ο πληθωρισμός από το -0,3% τον Φεβρουάριο του 2015 κοντά στο 2% που είναι ο επίσημος στόχος της ΕΚΤ. Η ύπαρξη αρνητικού ή έστω πολύ χαμηλού πληθωρισμού ήταν πιθανόν να πυροδοτήσει ένα φαύλο κύκλο περιορισμού της κατανάλωσης των επενδύσεων και του ΑΕΠ. Ταυτόχρονα, ο χαμηλός πληθωρισμός επιδεινώνει τη βιωσιμότητα του χρέους κρατών και επιχειρήσεων διότι ο πληθωρισμός περιόριζε το μέγεθος του χρέους και ο αποπληθωρισμός το αυξάνει. Ο δεύτερος στόχος της ΕΚΤ αφορούσε την τόνωση της οικονομίας.

Στις αδυναμίες ευρωπαϊκού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης του 2015 ήταν η απόφαση της ΕΚΤ να μη μοιραστεί το όποιο ρίσκο από τις αγορές κρατικών ομολόγων. Η ΕΚΤ ανακοίνωσε ότι το 80% των αγορών ομολόγων θα πραγματοποιηθεί από τις εθνικές κεντρικές τράπεζες, οι οποίες θα αγοράζουν ομόλογα του «δικού» τους κράτους. Το υπόλοιπο 20% των αγορών θα γίνει από την ίδια την ΕΚΤ. Για πρώτη φορά στην ιστορία της η ΕΚΤ δεν ανέλαβε η ίδια το ρίσκο για την άσκηση της νομισματικής της πολιτικής, αλλά το επιμέρισε στις εθνικές κεντρικές τράπεζες, γεγονός που προκαλεί άβολα ερωτήματα για το κατά πόσον αυτή η ενεργεία αποτελεί απόφαση για κοινή η άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Έτσι θα μπορούσαμε να ολοκληρώσουμε λέγοντας πως η απόφαση της ΕΚΤ είναι το αποτέλεσμα πίεσης που ασκήθηκε κυρίως από τη Γερμανία και παραχώρησης εκ μέρους της ΕΚΤ ώστε να περιορίσει τις πολύ έντονες αντιδράσεις της γερμανικής κεντρικής τράπεζας και του Βερολίνου.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

- Μουρμούρας Ι.Α, (2014). Η Διπλή Κρίση Τόμος Β΄ Η Στρατηγική Εξόδου, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Γερμανός.
- Τράπεζα της Ελλάδος, (2016), νομισματική πολιτική 2015-2016, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης και Μελετών - Γραμματεία.

Ξενόγλωσση

- Bernanke B. S., (2002). "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday." Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Chicago, Illinois, November 8.
- Bernake R., Ben V.,(2004). «Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates.» American Economic Review, 85-90.
- Buti M. & Carnot N., (2012). The EMU Debt Crisis: Early Lessons and Reforms
- Cecchetti, Stephen G., & Róisín O'Sullivan.(2003), "The European Central Bank and the Federal Reserve." Oxford Review of Economic Policy 19.1 30-43.
- Coeure B., (2015), "Embarking on public sector asset purchases", Speech by Benoît Couré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt.
- Claeys G., Darvas Z., Merler S. & Wolff G. B., (2014), "Addressing Weak Inflation: The European Central Bank's Shopping List", Bruegel Policy Contribution, 5.
- Claeys G., Leandro A. , Mandra A.,(2015). European central bank quantitative easing: The Deatailed manual. Bruegel.
- Delors J., (2013). The JCMS 50th Anniversary Lecture Economic Governance in the European Union: Past, Present and Future.
- Demertzis M., and Wolff G. B. (2016), "The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme", Bruegel Policy Contribution issue 2016 10 June 2016.

- Den Haan W., (ed.) (2016), "Quantitative Easing: Evolution of economic thinking as it happened" on Vox, a VoxEU.org eBook, CEPR Press, London.
- ECB (2015a), "The Governing Council's Expanded Asset Purchase Programme", Economic Bulletin of ECB, Issue 1/2015, pp. 15-18.
- Draghi M., (2015). Introductory Statement to the press conference (with Q&A), European Central Bank (2004), «The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures.».
- ECB (2015c), "The role of central bank balance sheet in monetary policy", ECB Economic Bulletin of ECB, Issue 4/2015, pp. 1-17.
- Evgenidis, A., & Papadamou, S. (2020). The impact of unconventional monetary policy in the euro area. Structural and scenario analysis from a Bayesian VAR. *International Journal of Finance & Economics*.
- Haltom - Wolman, Alexander L.-Renee.,(2012). «A Citizen's Guide to Unconventional Monetary Policy.» Economic Brief: EB12-12 - The Federal Reserve Bank of Richmond.
- Hayek F. A., (1933). *Monetary Theory and the Trade Cycle*. London: Jonathan Cape.
- Kahn R. 1972. "Some Notes on Liquidity Preference." Reprinted in *Selected Essayson Employment and Growth*, 72–96. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kapoor S. (2015), "Everything you wanted to know about the ECB QE".
- Kent R. J.,(2004). "Keynes's Lectures at the New School for Social Research." *History of Political Economy* 36 (1): 195–206.
- Keynes J. M.,(1930a). *A Treatise on Money, Vol. II: The Applied Theory of Money*. London: Macmillan
- Kregel J. A., (1998). "Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance." *Journal of Post Keynesian Economics* 21 (1): 111–33.
- Krugman P., (1998), «It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap.», *Brookings Papers on Economic Activity*, 29(2):137-206
- Lehmann K.,(2012). «International experiences with unconventional central bank instruments.» MNB Bulletin .

- Micossi S.,(2015).The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)
- Schirm S. A. (2011). Varieties of Strategies: Societal Influences on British and German Responses to the Global Economic Crisis.
- Sklias P. & Maris G., (2016). France, Germany and the New Framework for EMU Governance.

Ηλεκτρονικές πηγές

- <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.el.html>
- <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.el.html>
- <https://www.euretiro.com/posotiki-xalarosi-quantitative-easing/>
- http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/el/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.1.3.html
- <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2004en.pdf> .